



# UNIVERSIDAD DE LA RIOJA

## TRABAJO FIN DE ESTUDIOS

Título

Análisis de la evolución del Capital Riesgo en España

Autor/es

ÓSCAR GONZÁLEZ CALVO

Director/es

FCO. JAVIER RUIZ CABESTRE

Facultad

Escuela de Máster y Doctorado de la Universidad de La Rioja

Titulación

Máster Universitario en Gestión de Empresas

Departamento

ECONOMÍA Y EMPRESA

Curso académico

2019-20



***Análisis de la evolución del Capital Riesgo en España***, de ÓSCAR GONZÁLEZ  
CALVO

(publicada por la Universidad de La Rioja) se difunde bajo una Licencia Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 3.0 Unported. Permisos que vayan más allá de lo cubierto por esta licencia pueden solicitarse a los titulares del copyright.

**Trabajo de Fin de Máster**

# **Análisis de la evolución del Capital Riesgo en España.**

**Autor**

*Óscar González Calvo*

**Tutor:** Francisco Javier Ruiz

**MÁSTER:**

**Máster en Gestión de Empresas (255M)**

**Escuela de Máster y Doctorado**



**UNIVERSIDAD  
DE LA RIOJA**

**AÑO ACADÉMICO: 2019/2020**



## ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS.....	2
RESUMEN / ABSTRACT.....	3
1. INTRODUCCION.....	4
1.1. Motivación del tema.....	4
1.2. Objetivo.....	5
1.3. Estructura del trabajo.....	5
2. MARCO TEORICO.....	7
2.1. Definición Capital Riesgo.....	7
2.2. Breve descripción histórica del Capital Riesgo.....	11
2.3. Diferencias entre el Venture Capital y Private Equity...	13
2.4. Como funciona el Capital Riesgo y sus tipos.....	15
2.5. Fases y funcionamiento del Capital Riesgo.....	17
3. CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA.....	23
3.1. Situación actual en España.....	23
3.2. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI).....	27
3.3. Capital Riesgo en La Rioja.....	29
3.4. Entrevista a la entidad de Capital Riesgo RICARI.....	31
4. ANALISIS DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA (2004-2018). 35	
4.1. Etapa de prosperidad (2004-2006).....	36
4.2. Etapa de crisis (2007-2008).....	38
4.3. Año crítico (2009).....	40
4.4. Etapa de recesión (2010-2012).....	42
4.5. Año de inflexión (2013).....	44
4.6. Etapa de recuperación (2014-2016).....	46
4.7. Crecimiento (2017-2018).....	48
5. CONCLLUSIONES.....	51
6. BIBLIOGRAFIA.....	54

## **AGRADECIMIENTOS**

Son muchas las personas que han estado a mi lado acompañándome y ayudándome a lo largo de estos meses, por esta razón me gustaría dedicarles un trocito de este trabajo para darles las gracias. Gracias por haberme acompañado en el recorrido para alcanzar esta meta, ya que sin ellos no hubiese sido lo mismo.

En primer lugar, agradecerle a mi tutor de Trabajo Fin de Máster la paciencia, motivación y dedicación hacia mi persona. Gracias Francisco Javier Ruiz Cabestre, sin su ayuda este objetivo no hubiera sido posible. Y también a todos los docentes de la Universidad de La Rioja, quienes me han acompañado en esta etapa.

Gracias a mis amigos y compañeros de aventuras, que habéis estado siempre disponibles cuando más necesitaba desconectar y coger fuerzas para continuar. Siempre dispuestos a mantener largas conversaciones con las que desahogarme, sin importar el lugar ni el momento.

Pero sin duda alguna, darles las gracias a mis padres, ellos han sido mis dos pilares fundamentales, quienes me han estado apoyando en todos y cada uno de los momentos vividos en este objetivo. Gracias por no dejarme abandonar cuando las cosas se pusieron complicadas y motivarme a seguir esforzándome con más intensidad. Pero gracias, principalmente, por enseñarme a no rendirme nunca en la vida y luchar siempre por mis sueños, sin dudar en ningún momento de mí.

Por último, y no siendo así el menos importante, sino el más, a ti Álvaro, mi gran hermano. Gracias por ser mi guía en este largo camino, por estar siempre ahí para levantarme los brazos, cuando mis fuerzas comenzaban a debilitarse, y saber perfectamente en qué momentos tenías que aparecer, porque yo más te necesitaba. GRACIAS.

## **RESUMEN**

Este Trabajo Fin de Máster lleva a cabo un análisis descriptivo de la evolución del Sector de Capital Riesgo en España durante el periodo 2004-2018. Para ello, se ha clasificado por etapas dicho periodo de tiempo, con el objetivo de llevar a cabo un examen del efecto que la situación política y económica del país ha tenido sobre la evolución de la actividad de Capital Riesgo durante estos años.

Los resultados obtenidos confirman que la actividad del Capital Riesgo se encuentra fuertemente relacionada con la situación política y económica del país, siendo las restricciones financieras a las PYMEs uno de los mayores determinantes de esta relación. Además, teniendo en cuenta que las pequeñas y medianas empresas representan el 99,8% del total de empresas españolas y son el principal motor, tanto de creación de empleo como de aportación al PIB español. Es de gran importancia que España cuente con una fuerte fuente de financiación, alternativa al crédito bancario, como lo es el Capital Riesgo.

## **ABSTRAC**

This End Of Master Project takes a descriptive analysis in the Venture Capital Area in Spain during the 2004-2018 period. To make so, the time period has been classified by stages with the objective of taking on exam the effect of the country's political and economical situation has in the evolution of the risk capital activities during this years.

The results confirm that the Venture Capital activity is deeply linked with the political and economical situation of the country, being the financial restrictions on SMEs one of the main motor in this relationship. Moreover, taking in consideration that SMEs are more than the 99'8% of the whole Spanish enterprise web and are the main engine, in job creation and in GDP growth. It is vital for Spain to have a powerful founding source, alternative to bank loans, as Venture Capital is.

## **1. INTRODUCCION**

### **1.1 Motivación del tema.**

Hace aproximadamente un año y medio, me encontraba realizando mi Trabajo de Fin de Grado, cuyo objetivo era identificar y analizar las fuentes alternativas más importantes de las que disponen las pequeñas y medianas empresas para conseguir financiación, crecer tanto en el propio país como en el exterior, llevar a cabo sus principales proyectos y alcanzar sus objetivos.

Al realizar dicho trabajo, la fuente de financiación Capital Riesgo fue la que más me llamó la atención y por eso, en estos momentos, debido a la oportunidad que se me ha presentado, me gustaría poder llevar a cabo un análisis más profundo sobre esa fuente de financiación en concreto.

Cuando hablamos de la realización de una inversión de Capital Riesgo, tendemos a pensar que la única entidad que se ve beneficiada es la participada, pero en realidad es toda la economía que rodea a esa empresa quien obtiene resultados positivos y, por supuesto, también la que participa. Estos beneficios que se generan pueden ser la creación de puestos de trabajo, crecimiento económico de la región, etc.

Actualmente, la continua inversión y crecimiento es vital para las empresas, debido a la globalización en la que nos encontramos inmersos. Es así la gran relevancia que tienen las fuentes de financiación. La importancia del Capital Riesgo reside en el apoyo, tanto dinerario como no dinerario, que se ofrece a las empresas en sus fases iniciales, de crecimiento y consolidación.

Según el INE, en el año 2019, el 99,8% de las empresas españolas eran PYMEs. Este tipo de empresas fueron las que más sufrieron la crisis económica y financiera en este país. Es por esto por lo que he considerado interesante centrar el trabajo en esa etapa de tiempo para estudiar el sector de Capital Riesgo en España durante esos años. En España, el Capital Riesgo es una fuente de financiación que no tiene mucha experiencia y es relativamente moderna, por lo que resulta interesante su estudio.



## **1.2 Objetivo.**

El principal objetivo que se pretende alcanzar en este trabajo consiste en analizar la evolución del sector de Capital Riesgo en España durante los últimos años, teniendo en cuenta la situación política y económica por la que ha pasado el país, como la crisis económica y financiera que se inició en el 2008.

Para ello, se realizará un examen del periodo 2004-2018, apoyándonos en fuentes bibliográficas que nos ofrezcan datos con los que poder ver la evolución que ha llevado a cabo el Capital Riesgo durante dicho periodo.

La elección de este rango de años se basa principalmente en conseguir diferentes etapas: de estabilidad y crecimiento económico (primeros años del siglo XXI hasta el año 2008), de recesión (años posteriores) y de recuperación (años más recientes). Se ha finalizado el análisis de esta evolución en el año 2018 debido a que, en estos momentos, hay pocas fuentes para poder obtener datos del 2019 y, por tanto, el 2018 es el último año para el que hay datos suficientes en los que apoyarnos fiablemente. Por ejemplo, la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, en estos momentos, aún no ha elaborado el informe anual que contiene los datos del año 2019, por lo que puede resultar de cierta complejidad conseguir cifras del capital riesgo de este último ejercicio finalizado.

## **1.3 Estructura.**

El desarrollo de este trabajo se encontrará estructurado en 4 partes o capítulos. Se ha decidido realizarlo de esta forma para que sea más sencillo, tanto su desarrollo como su comprensión.

En el primer capítulo se tratarán los temas más teóricos, revisando la literatura. Hablaremos del concepto y definición de Capital Riesgo, de las características, ventajas y desventajas más importantes, así como de los tipos y el funcionamiento del Capital Riesgo. También se realizará un breve repaso de la historia de esta fuente de financiación, con la que poder conseguir una idea de sus orígenes. Este apartado tiene una meta en particular, ayudarnos a conocer esta fuente de financiación más en profundidad, con el objetivo de facilitarnos el desarrollo de este trabajo.

En el segundo capítulo nos centraremos en el capital riesgo en España, por lo que analizaremos brevemente la situación actual en la que se encuentra este sector en nuestro país y también en la Comunidad Autónoma de La Rioja. A continuación, hablaremos de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, ya que es la fuente española que más datos nos ofrece sobre el sector y, por tanto, vamos a usar en numerosas ocasiones a lo largo del trabajo. Además, llevaremos a cabo una pequeña entrevista a Luis Alberto Ruano Marrón, director de la ECR RICARI.

El tercer capítulo es en el que se va a llevar a cabo el apartado más importante de este trabajo. Es aquí donde hablaremos y analizaremos la evolución del capital riesgo en España desde el año 2004 hasta el 2018. Este apartado lo dividiremos en varias etapas para, de este modo, poder observar con más claridad la evolución y los ciclos de este sector.

Por último, el cuarto capítulo se encontrará compuesto por las conclusiones que obtengamos a lo largo del desarrollo de este trabajo, donde no se olvidará el objetivo que se pretende conseguir en el desarrollo de este.

## **2. MARCO TEORICO**

### **2.1 Definición de Capital Riesgo.**

Para poder entender el concepto de Capital Riesgo vamos a mencionar algunas definiciones ofrecidas por diferentes autores, que nos ayudarán a comprenderlo mejor.

El Capital Riesgo consiste en adquirir un pequeño porcentaje del capital social de una empresa, temporalmente. Para ello, se llevará a cabo la venta de un número de las acciones de la sociedad o se efectuará una ampliación de capital social. Los inversores o sociedades con experiencia en inversiones, Sociedades de Capital Riesgo, compran estas acciones, tomando responsabilidades en la gestión y estrategia de la actividad empresarial de esta compañía, pero no en la gestión diaria (Barthel y Alférez, 2015).

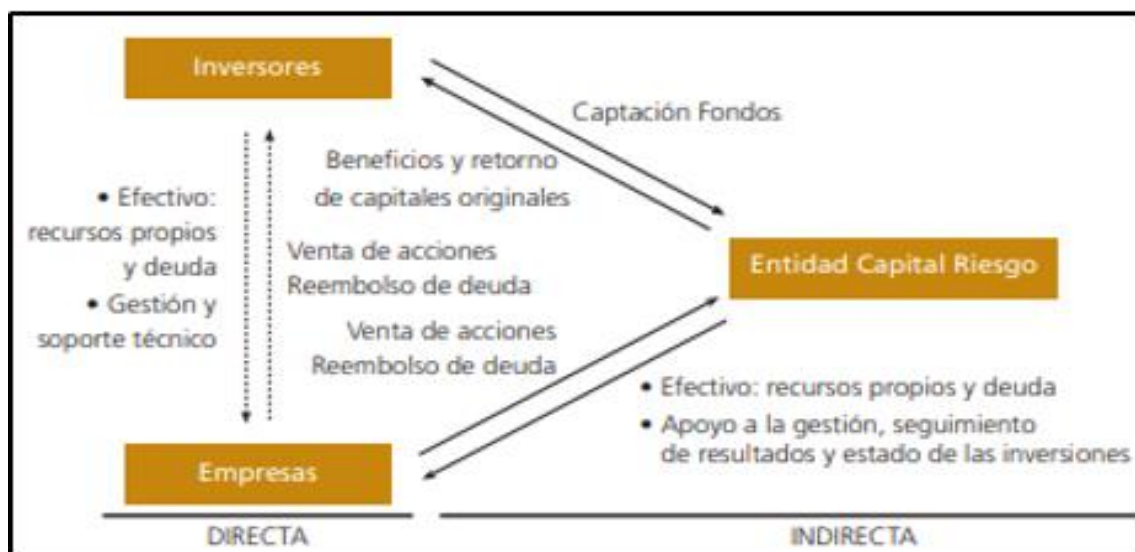
Conforme a la Ley 22/2014, del 12 de Noviembre de 2014, del Boletín Oficial del Estado (BOE), reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, “Las entidades de capital-riesgo son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)”.

Según indica la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (Barthel y Alférez, 2012), la finalidad del Capital Riesgo es aportar capital de forma temporal (3-7 años), como ya se ha indicado, a empresas no financieras y que no coticen en los mercados de valores.

Atendiendo a Balboa (2007), el Capital Riesgo también puede ser definido como un método de financiación empresarial instrumentalizada, mediante la participación en acciones o activos relacionados con dicha empresa principalmente, de forma minoritaria y temporal. Sin embargo, por lo general, el origen de estos fondos invertidos no es propio, sino que procede de otros inversores, actuando las Sociedades de Capital Riesgo como intermediarios entre los inversores y las empresas financiadas.

Como podemos observar en la *figura 1*, en el mercado de Capital Riesgo intervienen los inversores, las entidades de Capital Riesgo y las empresas. Los fondos o efectivo que llegan a las empresas para que estas puedan seguir con sus proyectos e inversiones, provienen de los inversores, pero puede ser de forma directa o indirecta. Hablamos de forma directa cuando son los propios inversores quienes prestan el capital a las empresas a cambio de participaciones de dicha empresa. Por lo contrario, también puede ser indirectamente, mediante un intermediario, que en este caso son las entidades de Capital Riesgo. Estas entidades captan fondos de los inversores y, posteriormente, son ellas quienes lo prestan a las empresas para que realicen las inversiones y proyectos acordados, dando a cambio un paquete de participaciones a la entidad de Capital Riesgo.

**Figura 1: Relación entre los participantes en el mercado de Capital Riesgo.**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de Baygan y Freudenberg (2000).

En la literatura nos podemos encontrar con varios términos relacionados, Capital Riesgo, *Venture Capital* y *Private Equity*. Las dos últimas son expresiones anglosajonas, traducándose ambas por Capital Riesgo.

De este modo, es necesario separar y diferenciar estas expresiones anglosajonas nombradas en el anterior párrafo. Destacar en primer lugar, que el término más utilizado en Europa es *Venture Capital*, considerado sinónimo de *Private Equity* (Isaksson, 2006).

Como indica Cantalapiedra (2016), en España no resulta usual diferenciar entre ambos, al contrario que en otros países. El *Venture capital*, consiste en llevar a cabo aportaciones de capital a entidades que se encuentran en sus fases iniciales de negocio (start-up), donde hay un alto grado de incertidumbre sobre el futuro del proyecto a realizar por la empresa. Se distinguen el capital semilla y el de arranque. El *Private Equity*, por otro lado, hace referencia a las inversiones realizadas en empresas que ya poseen una cierta consolidación o las que se encuentran en fase de crecimiento, donde su riesgo es menor debido a su trayectoria. En este caso, se hablaría de capital expansión, compra apalancada y sustitución, que explicaremos más adelante.

Balboa y Martí (2007) plantean el *Venture Capital* y el *Private Equity* como un proceso de evolución entre ambos. En palabras de Balboa y Martí (2007) “En un primer estado de desarrollo de las empresas se encontraría la industria de tipo *Venture Capital* (empresas nacientes), para evolucionar luego hacia empresas en estado más maduro donde estaría la industria del tipo *Private Equity*”.

El término *Venture Capital* (Capital Riesgo) se define como “la actividad financiera, profesionalizada consistente en la participación en acciones, o instrumentos relacionados con acciones, en empresas en proceso de puesta en marcha (*start-up*) o que están atravesando un ciclo de alto crecimiento (expansión)” (ASCRI, 2004).

Atendiendo a Alemany (2004), las empresas, ante los fuertes obstáculos establecidos por las entidades bancarias para solicitar créditos, acuden a alternativas de financiación como pueden ser las Sociedades de Capital Riesgo. En palabras de Martí (2001), es importante destacar una serie de características para esta fuente alternativa de financiación, que se encuentran relacionadas con las definiciones que hemos dado anteriormente:

- Se trata de un instrumento financiero mediante el cual una sociedad puede obtener los recursos necesarios de capital para el correcto desarrollo de los proyectos, principalmente en las fases de inicio y crecimiento.
- Esta fuente financiera presta ayuda tanto técnica como financieramente, mediante la adquisición de participaciones en el capital social, a través de la suscripción en participaciones o bonos o concediendo créditos. De esta

forma, la sociedad inversora, en este caso la de Capital Riesgo, consigue formar parte del Consejo de Administración de la empresa.

- Este instrumento, se encuentra dirigido principalmente a las PYMEs, pequeñas y medianas empresas, las cuales poseen proyectos con una alta probabilidad de riesgo, factor que le dificulta el acceso a otras fuentes de financiación.
- Estas sociedades, al contrario que otras crediticias, si están dispuestas a asumir un mayor grado de riesgo.
- Estas inversiones son a medio y largo plazo, principalmente, y se realizan en un escenario temporal de entre 3 y 7 años, pudiendo oscilar dependiendo de la situación económica.

Según la Asociación Española de Capital Crecimiento e Inversión (ASCRI), decidirse por la fuente alternativa de financiación de Capital Riesgo, ofrece una serie de ventajas y desventajas a las empresas:

#### Ventajas:

- Se reduce la dependencia de la financiación bancaria, así como de sus costes financieros.
- Crecimiento en beneficios y facturación, bien orgánicamente o a través de la compra de otras empresas.
- Los ejecutivos de las empresas serán partícipes del éxito de los proyectos.
- Ofrece gran liquidez a las empresas.
- Mayor cantidad de inversión que la que una empresa podría alcanzar por sí misma.
- Incremento de la capacidad, tanto de inversión en I+D como de internacionalización, mediante la experiencia y contactos conseguidos.
- La probabilidad de que fracase el proyecto empresarial es menor que si es asumido únicamente por la empresa.
- Ofrece asesoramiento, ayudando a los directivos en las estrategias empresariales como aportando experiencia, contactos y conocimientos.

#### Desventajas:

- Elevado gasto que requiere el estudio y reestructuración de la operación.
- Posible limitación de inversiones futuras.

- La Sociedad de Capital Riesgo tiene voz y voto dentro del Consejo de Administración, aunque no participen en la gestión diaria de la empresa. Esto produce que los socios vean reducida su libertad y poder de decisión.
- No siempre se recibe la financiación en un importe, en ocasiones va acorde con el cumplimiento de unos objetivos estipulados.
- Los objetivos entre ambas partes pueden no ser los mismos, ya que el objetivo de las Sociedades de Capital Riesgo suele ser la rápida amortización del proyecto.

## **2.2 Breve descripción histórica del Capital Riesgo.**

Puede resultar interesante realizar un breve repaso de lo que fueron los inicios del Capital Riesgo a nivel mundial y así conseguir poner en contexto su situación actual en España, la cual abordaremos con más detalle en otro apartado de este trabajo.

Según el autor King (2011), los inicios de esta actividad se remontan a 1450, con la captación de fondos por Gutenberg para la creación de la imprenta. También hay indicios en 1492, Cristóbal Colón captó financiación, como las joyas de la Reina Isabel de Castilla (una de las primeras empresarias de España), quien presentaba gran interés en encontrar una ruta marítima hasta la India para fines comerciales, lo que se conoce como el descubrimiento de América.

Atendiendo a Mercadé y Fons (2005), al igual que en muchos otros ámbitos del mercado financiero, debemos poner la mirada en la economía de Estados Unidos para identificar los orígenes de la actividad del Capital Riesgo. Es en los años 50-60 cuando podemos identificar esta actividad al más puro estilo de lo que hoy conocemos. No solían ser empresas privadas, sino grandes familias que contaban con importantes recursos económicos. Nos tenemos que situar en los años 70-80 para empezar a ver las primeras compañías privadas, tras el desarrollo del marco jurídico y normativo específico encaminado a promover e incentivar este tipo de inversiones. Es aquí, cuando aparece la gran firma Kolhberg, Kravis and Roberts (conocida como KKR), una de las más grandes compañías actuales a nivel mundial y considerada la pionera de esta actividad.

No obstante, según palabras de Watkins (2013), no en todos los países el desarrollo se ha realizado uniformemente. Estas variaciones han sido

principalmente debidas a las oportunidades existentes para poder llevar a la práctica las operaciones de desinversión y el clima de emprendimiento en cada país, el cual es diferente. En Europa el mercado que se encuentra más desarrollado lo encontramos en el Reino Unido.

Como ya hemos indicado anteriormente, en España, Ramón (2011 TESIS), fija como antecedente histórico de esta actividad el reinado de la Reina Isabel de Castilla. No obstante, tendremos que esperar hasta los años 70-80 para ver implantada la actividad de Capital Riesgo en nuestro país, de la mano del sector público. Con los años, como veremos a continuación, ha ido ganando peso el sector privado.

Es en los años setenta y mediados de los ochenta cuando se dio la creación de las sociedades enfocadas a esa actividad, las cuales tenían carácter regionalista. La primera Sociedad de Capital Riesgo que aparece en España es SODIGA (Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia) y, posteriormente, las Sociedades de Capital Riesgo de las Comunidades Autónomas (SCRICA): Sodian-Andalucía, Sodiar-Aragón, Sodical-Castilla de León, Sodicaman-Catilla La Mancha, Sodican-Canarias, Sodiex-Extremadura y Sodiga-Galicia. La propiedad de estas sociedades recaía en el sector público, aunque aparecieron algunas privadas como SEFINNOVA y TALDE (Alvarez, Invers, Palacín y Puigdemonges, 2006).

Pero hasta 1986, fecha en la que nuestro país entró a formar parte de la Comunidad Económica Europea (actualmente Unión Europea), no será el verdadero arranque del Capital Riesgo en España. Es ese año se crea la <Asociación Española de Sociedades de Capital Riesgo (24 de febrero de 1986), conocida como ASCRI. La incorporación de España a la Unión Europea aumentó la inversión extranjera, tanto en número como en volumen, apareciendo importantes entidades privadas (Alemany y Martí, 2007).

Por último, destacar que la actividad de Capital Riesgo en España es una actividad que se encuentra regulada por la ley, siendo una de las últimas leyes el Reglamento 231/2013 resultante de la transposición de la Directiva Europea 2011/61/EU.



### 2.3 Diferencias entre el Venture Capital y Private Equity.

Como ya hemos mencionado anteriormente, dentro del Capital Riesgo, podemos encontrarnos con dos términos anglosajones: *Venture Capital* y *Private Equity*. Estos dos términos ya hemos comentado que se utilizan de forma diferente, dependiendo la fase en la que se encuentre tanto la empresa como el proyecto. La idea común que comparten es que representan herramientas que las empresas pueden utilizar para adquirir recursos de capital destinados a la financiación de sus proyectos en las distintas etapas que se encuentren.

A pesar de ello, según Roure (2005), existen diferencias entre ambos términos. Aunque el entendimiento es general, la definición de estos varía dependiendo el lugar, siendo en ocasiones diferencias únicamente lingüísticas o en otras ocasiones más sustanciales. A continuación, en la *tabla 1*, se intentan detallar las características y las diferencias entre ambos términos.

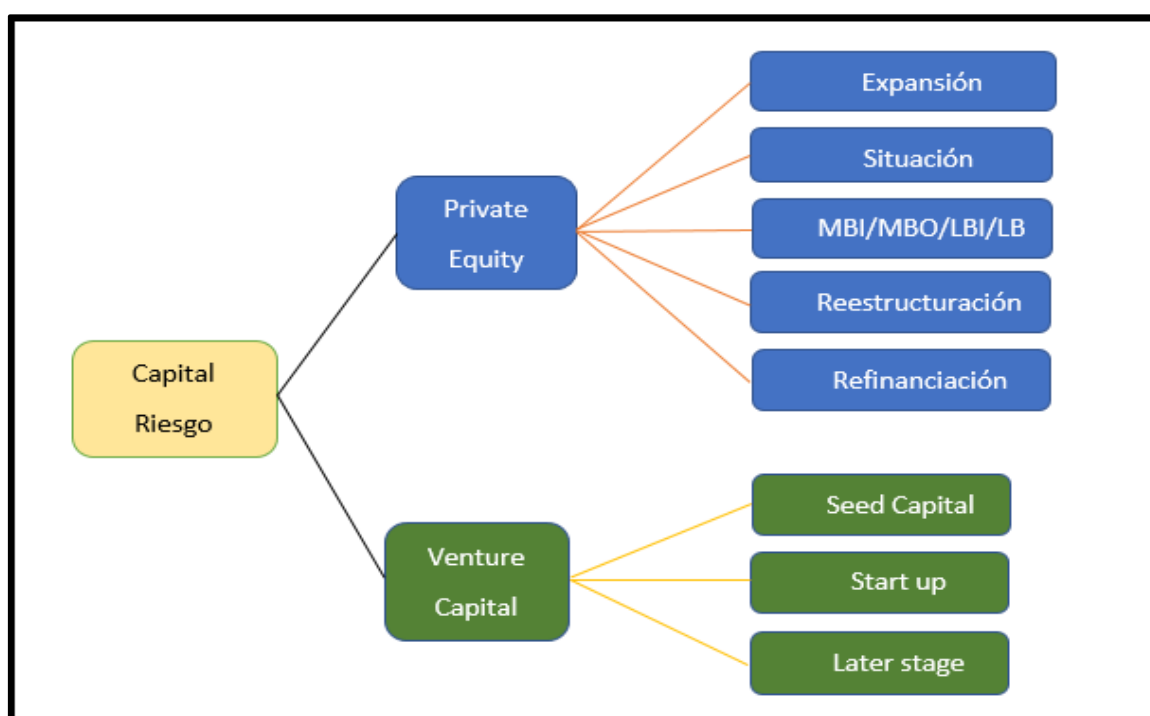
**Tabla 1: Características y diferencias Private Equity y Venture Capital.**

PRIVATE EQUITY	VENTURE CAPITAL
Gestión de los flujos de caja Apoyo a los directivos Sectores tradicionales ya establecidos Inversión mayoritaria Desinversión clara Riesgo limitado	Gestión del conocimiento Apoyo al emprendedor Sectores Innovadores Inversión minoritaria Desinversión incierta Riesgo elevado

**Fuente:** Elaboración propia, con información de Roure (2005).

También podemos encontrar diferencias, como vemos en la *figura 2*, entre ambos términos, en lo referente al tipo de inversión que realiza la Sociedad de Capital Riesgo, que explicaremos en el siguiente apartado del trabajo.

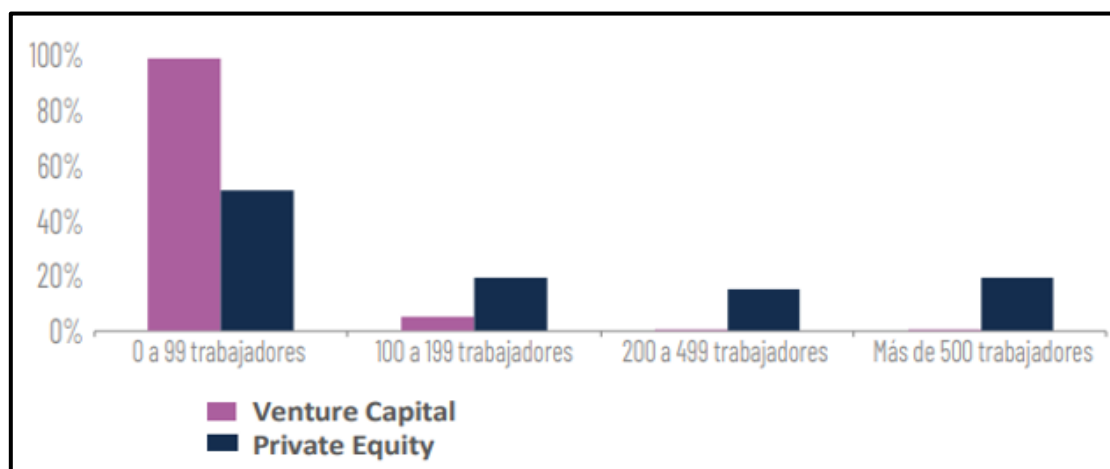
**Figura 2: Diferenciación entre Venture Capital y Private Equity.**



**Fuente:** Elaboración propia.

En el *gráfico 1* podemos observar el número de inversiones en el año 2018, tanto de *Venture Capital* como de *Private Equity*, en función del tamaño de las empresas. Vemos que mas del 95% de las operaciones de *Venture Capital*, se llevaron a cabo en empresas de menos de 99 empleados, mientras que las inversiones de *Private Equity* se encontraron mas divididas. El 50% de las inversiones de *Private Equity* fueron realizadas en empresas con menos de 99 empleados, alrededor del 18% en empresas entre 100 y 199, al igual que en las entidades con más de 500 empleados, mientras que en las que tienen entre 200 y 499 solamente se realizaron el 15% de las inversiones.

**Gráfico 1: Inversión de Capital Privado (número de inversiones) por tamaño de empresa en 2018.**



**Fuente:** Barthel, D. y Alférez, A. (2019).

## **2.4 Como funciona el Capital Riesgo y sus tipos.**

Conforme a la *Ley 22/2014, de 12 de noviembre*, “las entidades de capital riesgo pueden adoptar la forma jurídica de Sociedades de Capital Riesgo (SCR) o de Fondos de Capital Riesgo (FCR), es así como, a través de estas dos figuras jurídicas, se ha desarrollado la industria del Capital Riesgo en España”.

Atendiendo así al artículo 1 de la presente legislación sobre el Capital Riesgo en nuestro país (*Ley 22/2014, de 12 de noviembre*), es posible definir dos tipos de entidades centradas en la gestión de Capital Riesgo: Sociedades de Capital Riesgo (SCR) y Fondos de Capital Riesgo (FCR), añadiendo que las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGECR) son sociedades anónimas con el objetivo de gestionar las inversiones de las Entidades de Capital Riesgo (ECR).

A continuación, se describen cada una de ellas:

**Sociedades de Capital Riesgo (SCR):** son sociedades anónimas con carácter ilimitado en el tiempo, cuyo principal objeto es gestionar e invertir sus propios recursos. El capital mínimo suscrito para estas entidades es 1.200.000 euros, debiendo estar al menos el 50% de esta cantidad desembolsado en el momento de su constitución, ofreciendo 3 años para realizar el resto de las aportaciones mínimas. Todas las acciones que realice una Sociedad de Capital Riesgo deben ser comunicado ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Fondos de Capital Riesgo (FCR), según Zozoya y Rodríguez (2007), “*un patrimonio separado sin personalidad jurídica perteneciente a una pluralidad de inversores cuya gestión y representación corresponda a una sociedad gestora que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo*”. La duración y recursos de los fondos son limitados, al contrario que en las sociedades, siendo necesario la aportación de todos los partícipes del fondo común. El número de partícipes no podrá ser menor a cinco y su patrimonio mínimo será de 1.650.000 euros, realizándose todas las aportaciones en efectivo. Los partícipes del fondo solamente responderán a las deudas del fondo y de las sociedades gestoras hasta el límite del patrimonio aportado.

Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGECR): se caracterizan por ser anónimas, con el objetivo de gestionar y administrar los FCR y SCR, pudiendo ayudar en temas de asesoramiento a empresas con vinculación. El capital social inicial mínimo que se exige se eleva a 300.500 euros, desembolsado íntegramente y pudiendo ser dividido en acciones o títulos.

#### Tipos de aportaciones de capital riesgo a la empresa participada.

Como indica Barthel (2009), las aportaciones de Capital Riesgo que son realizadas en empresas participadas pueden ser de dos tipos:

- Aportación Financiera: las aportaciones de las ECR mediante recursos financieros, tanto en forma de capital como de deuda a largo plazo, representan una actuación de gran importancia para las empresas participadas. No solamente se reduce la aportación al término dinerario, las ECR aportan credibilidad, una mejor reputación y fiabilidad, y contribución a la estabilidad tanto económica como financiera.
- Aportación No Financiera: además de lo anterior, las ECR pueden ofrecer otros recursos mediante su actuación, como los no financieros. Estos pueden ser: experiencia en las relaciones como en la gestión, profesionalidad a la hora de definir las estrategias o los procedimientos o facilidades en la búsqueda de financiación alternativa, añadiendo valor y prestigio a la empresa.

Según este autor, Barthel (2009), es este valor añadido a la empresa el justificante de que el precio de venta de la participación por parte de las ECR sea mayor que el de compra inicial.

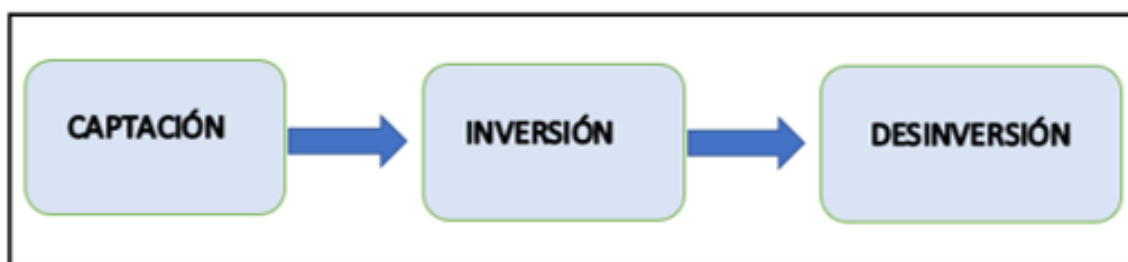
## 2.5 Fases y funcionamiento del Capital Riesgo

El desarrollo de las actuaciones de las entidades de Capital Riesgo se desglosa en tres fases: captación de fondos, inversión y desinversión. Pero el proceso completo de estas entidades se divide en dos etapas: previa y propia de las operaciones de Capital Riesgo.

Etapa previa: se refiere a la relación o conocimiento mutuo entre la empresa y la entidad de Capital Riesgo, al contacto existente entre ambas. Forman parte de esta fase la elaboración, preparación y estudio previo del plan de negocio que se va a llevar a cabo, hasta el momento que se realice la firma del contrato.

Etapa propia de las operaciones de Capital Riesgo, como se puede observar en la *figura 3*, y se ha anticipado anteriormente: comprende las actividades de captación de fondos, inversión y desinversión, que serán detalladas posteriormente.

**Figura 3: Fases del Capital Riesgo.**



**Fuente:** Elaboración propia.

García (2007), al igual que otros autores, divide la actividad de Capital Riesgo en 3 fases que serán comentadas a continuación, las cuales aportan valor a esta herramienta de financiación.

### 1- Fase de captación de fondos:

Los recursos económicos son la materia prima de las Entidades de Capital Riesgo. Estos fondos captados se destinarán al desarrollo de las actividades de este tipo de sociedades, como realizar operaciones de inversión y financiación en empresas participadas, y, por otra parte, para cubrir los gastos a los que se enfrentan, en su día a día, estos modelos de empresas de Capital Riesgo.

Cada vez que los recursos disponibles de las empresas de Capital Riesgo son consumidos, deberán iniciar una nueva fase de captación de recursos con los que seguir realizando operaciones de financiación, que son su actividad

principal, ya que como en la mayoría de las entidades, el objetivo es perdurar en el tiempo todo lo que sea posible.

Tanto la experiencia y conocimiento del equipo que forman la Entidad o Sociedad de Capital Riesgo, como un histórico de actuaciones positivas, atraerá a más inversores a confiar sus recursos en estas entidades. Cuando una empresa de Capital Riesgo dispone de grandes inversiones positivas a su espalda, los inversores lo verán como algo positivo y el riesgo, que siempre está presente, no será tan determinante. Lo mismo ocurre cuando se dispone de un buen equipo, con amplia experiencia y grandes conocimientos. Son factores que actuarán positivamente a favor de las empresas de Capital Riesgo que buscan nuevas captaciones de recursos.

A la hora de realizar un proceso de captación de fondos, la entidad de Capital Riesgo ha de realizar un folleto de inversión, en el cual se encontrará información sobre el uso que se le dará a esos fondos, señalando a que inversiones se destinarán.

Los *Venture Capital* o *Private Equity* atraen recursos de inversores prometiéndole que la rentabilidad que se espera obtener es superior a la que podrían conseguir ellos en otras inversiones (Da Rin, 2011).

2- Fase de inversión: cuando las Entidades de Capital Riesgo sean socios temporales de las empresas participadas mediante una ampliación temporal de capital, estaremos en el caso de *Venture Capital*. Por lo contrario, cuando las ECR entren a formar parte de las empresas participadas de forma mayoritaria, estaremos en el caso de *Private Equity*. Dentro de esta fase podemos destacar cuatro etapas:

- Identificación de potenciales proyectos.
- Valoración de los proyectos mediante análisis.
- Diseño y negociación de la operación.
- Control y seguimiento de las operaciones.

Como bien habíamos nombrado antes, existen diferentes tipos de inversión, que comentaremos a continuación, basándonos en Benedicto (2008) y en la información dispuesta en la página web de ASCRI.

**Capital semilla (seed capital):** nos referimos a una inversión inicial, en empresas nuevas o con poco camino vivido, donde el producto es posible que aún no se encuentre en el mercado. La financiación puede

ser destinada a lanzar el producto al mercado, desarrollar la idea de producto o incluso para elaborar el prototipo. Se trata de una fase en la cual la necesidad de financiación es inferior a la de otras fases. Existe un alto riesgo tecnológico, ya que la financiación prestada, en muchos casos se destina a ideas. Podemos hablar de la fase más peligrosa del proceso, ya que la entidad de Capital Riesgo no cuenta con suficiente información de la empresa participada para poder hacer contrastes. Conforme avanza la empresa, es posible que aparezca la posibilidad de necesitar más fondos. En Estados Unidos, en esta fase, quienes participan son los *Business Angels*, no las empresas de Capital Riesgo como tales.

**Capital para puesta en marcha (start-up capital):** igual que en el apartado anterior, las empresas se encuentran en fases iniciales. La inversión va destinada a la fabricación o producción de los productos, cuando estos ya están en una fase avanzada, o puede ir destinada al desarrollo de estos y también a cubrir gastos de comercialización. En esta fase, las necesidades de financiación son mayores que en la fase anterior (capital semilla), pudiéndose volver a necesitar financiación.

**Capital para la expansión (expansion capital):** esta fase se caracteriza por el mayor volumen de las inversiones y así como por el destino, la expansión. En este caso, la compañía busca evolucionar y expandirse, tanto en productos como en los mercados o crecer, consolidándose en donde ya se encuentra posicionada la empresa. Las empresas participadas pueden ofrecer datos históricos, referencias y relaciones en casos anteriores, reduciendo de este modo la incertidumbre al riesgo. Esta financiación puede destinarse a la adquisición de activos fijos, ampliación de capacidad de producción, aumento del fondo de maniobra, etc.

**Financiación puente (bridge financing):** se trata de una financiación temporal de una empresa, que se encuentre en expansión. El objetivo es permitirle avanzar hasta que esta consiga salir a cotización en un mercado de valores.

**Adquisiciones con apalancamiento (Management buy-outs):** consiste en la adquisición o traspaso de la empresa donde una cantidad del valor es financiada con deuda. De este modo, una parte de los flujos

de cajas que se generen en la empresa, irán destinados a la devolución de la deuda. Los activos disponibles por la empresa son utilizados como garantías para los préstamos, dando la oportunidad a los negocios de obtener una gran adquisición sin necesidad de una elevada cantidad de capital. Podemos diferenciar cuatro tipos:

1. *Leveraged-Buy-Out (LBO)*: consiste en la compra de empresas mediante endeudamiento.
2. *Management-Buy-On (MBO)*: adquisición de la empresa por el equipo directivo de la misma.
3. *Managament-Buy-IN (MBI)*: los adquirientes no provienen de la empresa actual e integrarán un nuevo equipo.
4. *Buy-In-Management Buy-Out (BIMBO)*: combinación de MBO y MBI, de forma que el equipo que adquiere la empresa se encuentra formado por antiguos y por nuevos directivos.

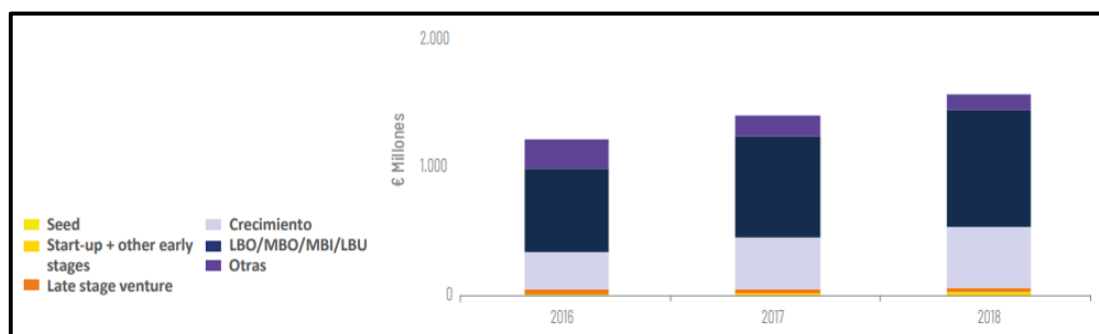
**Reorientación de la actividad (turnaround financing)**: se lleva a cabo cuando la empresa se encuentra en una fase de estancamiento, crisis, y su rentabilidad es inferior a la esperada. Lo que se realiza es un ajuste, así como la transformación de la actividad y reestructuración operativa en la empresa.

**Capital de sustitución (replacement)**: se trata de un cambio en los titulares de las acciones de la empresa. La entidad de Capital Riesgo adquiere las participaciones de los accionistas que desean abandonar la empresa. No se origina una nueva llegada de fondos, únicamente una sustitución en los accionistas.

En el siguiente *gráfico 2*, obtenido del informe ASCRI 2019, podemos observar en que fases se han realizado más inversiones de Capital Privado en los últimos años de los que hay datos. Destacar que, en los años 2016, 2017 y 2018, según ASCRI, las mayores inversiones realizadas de Capital Riesgo fueron mediante apalancamiento (LBO, MBO y MBI).



**Gráfico 2: Inversión de Capital Privado por fases de desarrollo de la empresa.**



**Fuente:** Barthel, D. y Alférez, A. (2019).

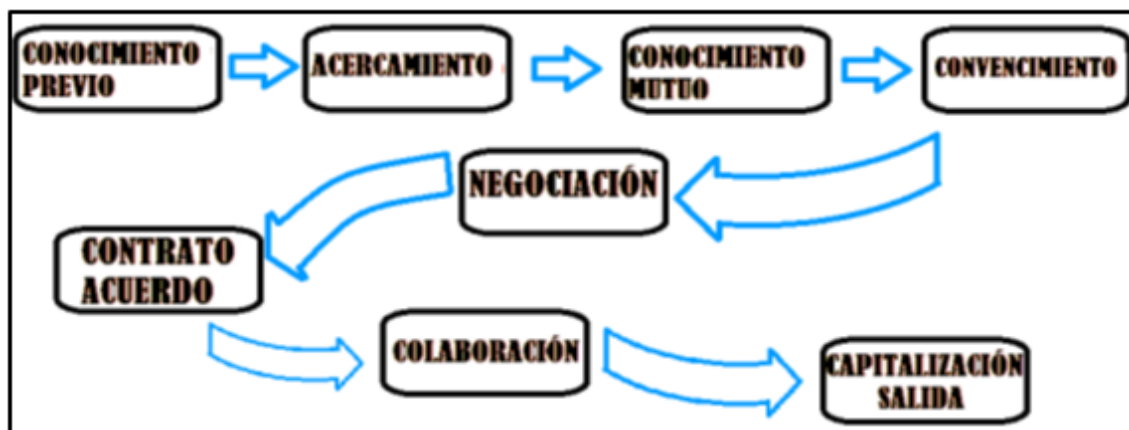
3- Fase de desinversión: esta fase es el final de todo proceso de proyecto de inversión y consiste en la salida de la empresa participada. Esta puede ser parcial o total. Podemos hablar de la fase más importante de la actuación, que ya ha tenido que ser abordada en el momento de la realización del análisis de la inversión. Se trata de un momento de gran importancia, ya que la entidad de Capital Riesgo habrá tratado previamente de recuperar todo el capital invertido en los diferentes proyectos. Es el mecanismo utilizado por los gestores de las compañías de Capital Riesgo para generar liquidez de las inversiones, realizan una salida del accionariado en la empresa participada. Según Gorman y Sahlman (1989) y Böhner (2007), hay cinco formas para llevar a cabo la desinversión:

- **Venta (trade sale):** consiste en la venta de las acciones de la empresa participada a un tercero. Normalmente, este suele ser una empresa del sector, conocedora de la situación. El objetivo, aparte de ser principalmente financiero, puede ser un objetivo de estrategia, como una posible fusión o adquisición.
- **Traspaso (secondary purchase):** venta de acciones de un inversor a otro, pero de mayor tamaño. Suele ocurrir cuando las empresas participadas se encuentran en una fase diferente a la del momento en el que se ocasionó la entrada del primer inversor.

- **Recompra (buy-back):** es la propia empresa participada la que recompra las acciones en manos del inversor, para hacerse con el poder de ellas de nuevo.
- **OPV (going public):** venta de las acciones en poder del inversor mediante una oferta pública, salida de la empresa al mercado bursátil.
- **Liquidación (write-off-liquidation):** cuando la evolución de la empresa participada no es la deseada, la empresa inversora puede decidir abandonar la inversión de golpe y no seguir esforzándose en una estrategia que le traerá pérdidas. Se produce la pérdida total de la inversión realizada.

En la siguiente *figura 4* podemos ver como se lleva a cabo todo el proceso de Capital Riesgo, desde la fase de conocimiento y primera toma de contacto, hasta el momento final del acuerdo o desinversión, pasando por la negociación y firma del contrato.

**Figura 4: Proceso del capital riesgo.**



**Fuente:** ASCRI (2009).

### 3. CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

#### 3.1 Situación actual en España.

A lo largo de la última década, el Capital Riesgo ha experimentado diferentes cambios y ha cobrado cada vez más importancia en la economía española. Basándonos en el *Informe ASCRI (2019) “Venture Capital & Private Equity en España”*, vamos a comentar la situación en la que se encuentra el Capital Riesgo en nuestro país, observando los datos que nos proporciona este informe, los cuales son hasta el año 2018 inclusive.

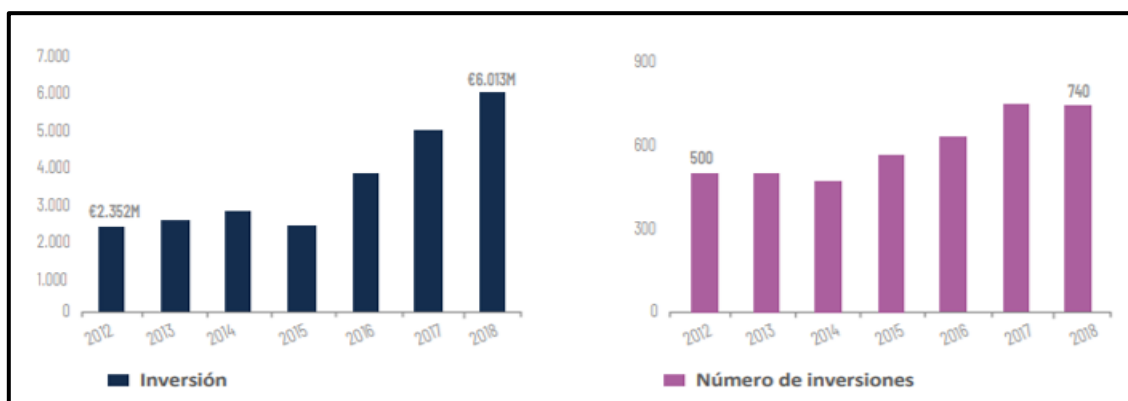
A pesar de los problemas y cambios a los que se ha enfrentado el sector, los resultados actuales son positivos. La llegada de inversores extranjeros ha sido uno de los culpables de estos resultados positivos del sector, pero sin descuidar la inversión de fondos nacionales, que son de gran importancia también.

Atendiendo a Muñoz (2019), la inversión de Capital Riesgo se disparó en un 18% a lo largo del año 2018, alcanzando alrededor de 6.000 millones y consiguiendo por segundo año máximos históricos. El 77% de este capital proviene de inversores extranjeros, mostrando interés por el potencial empresarial que hay en España.

Como hemos indicado anteriormente, los datos oficiales más recientes que nos ofrece actualmente la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo en el informe del año 2019 pertenecen al ejercicio 2018.

Como podemos observar en el *grafico 3*, el volumen de inversión de Capital Riesgo en el año 2018 alcanzó los 6.013 millones de euros. El número de operaciones también se vieron incrementadas, situándose en 740 inversiones.

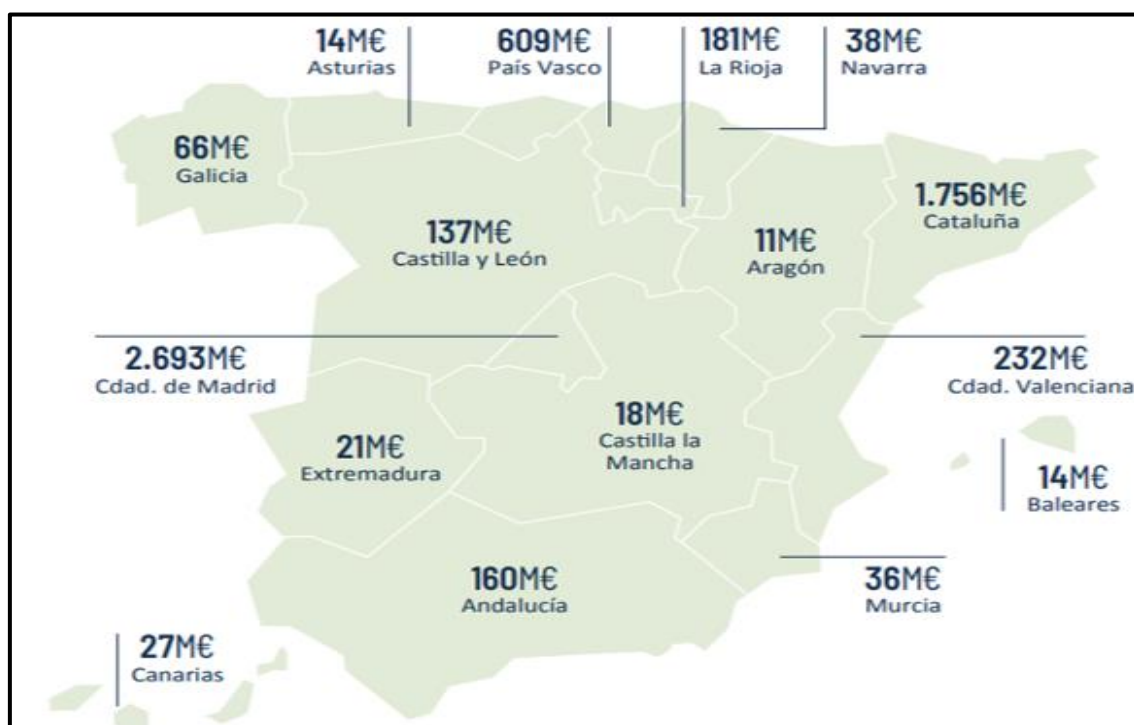
**Gráfico 3: Volumen de inversión y número de inversiones.**



**Fuente:** ASCRI (2019).

En la *figura 5* vemos la inversión de Capital Riesgo que se ha realizado en cada una de las Comunidades Autónomas de España en el año 2018. En Madrid se concentró el 44,7% del total invertido en nuestro país, seguido de Cataluña (29,2%) y el País Vasco (10,1%). En estos tres casos podemos destacar las operaciones de Goiko Grill y Gas Natural (Madrid), Imagina Media Audiovisual (Cataluña) y Aernnova (País Vasco). Las Comunidades Autónomas donde menos inversión se realizó fueron: Cantabria (0%), Islas Baleares (0,2%), Aragón (0,2%), Asturias (0,2%), Extremadura (0,3%), Castilla la Mancha (0,3%).

**Figura 5: Inversión de Capital Riesgo (en volumen) por CCAA en 2018.**

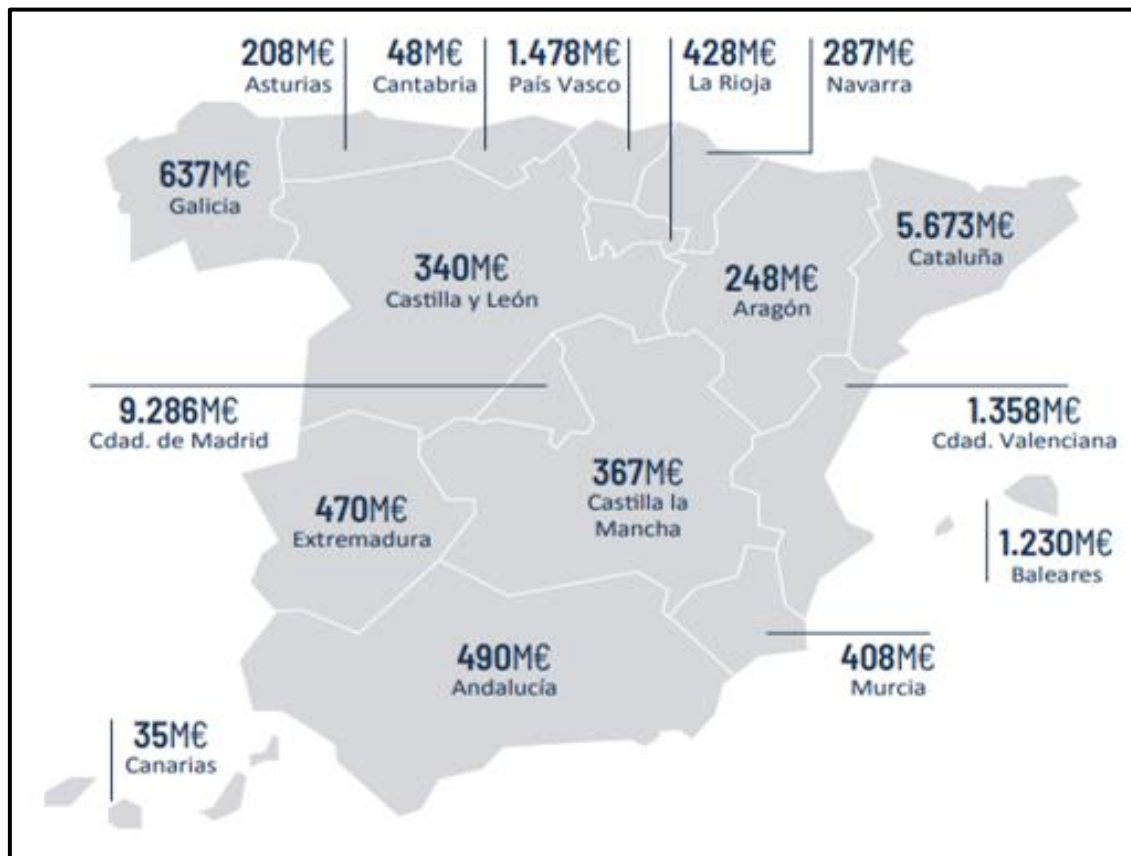


**Fuente:** ASCRI (2019).

A día de hoy, si observamos la *figura 6*, que tenemos a continuación, podemos ver el total del volumen de Capital Riesgo que se encuentra invertido en cada una de las Comunidades Autónomas de nuestro país. Como podía ser de esperar, las dos CCAA que mayor volumen de Capital Riesgo disponen son Madrid y Cataluña con 9.286 y 5.673 millones, siendo Cantabria la que se encuentra en último lugar. De nuestra Comunidad Autónoma (La Rioja) me gustaría destacar, que a pesar de ser la segunda CCAA más pequeña en cuanto a superficie, dispone de 428 millones de euros de Capital Riesgo invertidos, por encima de las Islas Canarias, Cantabria, Asturias, Aragón, Castilla León, Castilla

la Mancha y Navarra, que son Comunidades Autónomas más grandes que La Rioja.

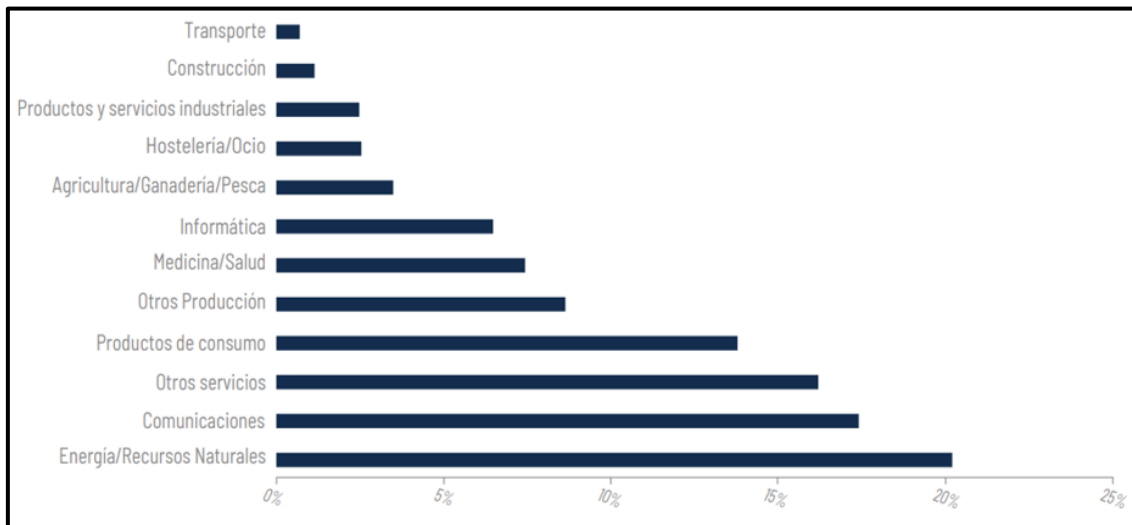
**Figura 6: Inversión acumulada en cartera en 2018.**



**Fuente:** ASCRI (2019).

En el siguiente *gráfico 4* podemos observar el volumen de inversión de Capital Riesgo en los diferentes sectores con datos totales del año 2018. El sector de Energía/Recursos Naturales fue donde más inversión se realizó (19,9% del total), en segundo lugar, encontramos al sector Comunicaciones (17,1%), seguido de Otros Servicios, que presenta un 15,9% del total de la inversión. Los sectores donde menos inversión se realizó fueron: Productos y Servicios Industriales (2,5% del total), Construcción (1,5%) y Transporte (1%).

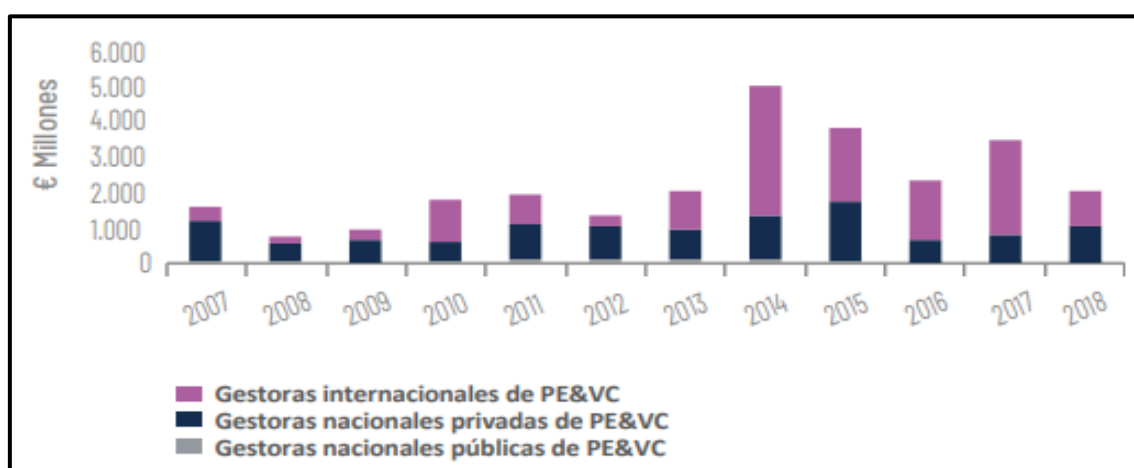
**Gráfico 4: Volumen de inversión de Capital Riesgo por sectores en 2018, España.**



**Fuente:** ASCRI (2019).

La desinversión, como ya hemos indicado anteriormente, es el momento en el que la entidad de Capital Riesgo abandona la empresa participada. Desde que fue superada la etapa de crisis económica en España y otros países del mundo, existen unas condiciones favorables para realizar las desinversiones. Destacar el interés inversor, tanto industrial como financiero, debido a la elevada liquidez en circulación que hay actualmente en el mercado. Los niveles de desinversión en el año 2018, como podemos ver en el *gráfico 5*, alcanzaron 2.039,3 millones, un 41,5% menos que en el 2017 (3.483,9 millones de euros). Aunque son cifras elevadas, son inferiores a las alcanzadas en los años 2014 (5.048,4 millones) y 2015 (3.850,3 millones), ya que en ambos años se registraron máximos históricos. El sector en el que se registró el mayor número de desinversiones en el año 2018 fue el de Informática (115 salidas), seguido del sector de Productos y Servicios Industriales, con 43 salidas, y de los sectores de Productos de Consumo (32). En cuanto a volumen, destacar las desinversiones en los sectores de Comunicación por valor de 653,9 millones de euros y de Productos de consumo (613,1 millones de euros).

**Gráfico 5: Desinversión por tipo de entidad de Capital Privado.**



Fuente: ASCRI (2019).

### 3.2 Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI).

Debido a la gran cantidad de información y de datos que estamos utilizando a lo largo de este trabajo, tanto de los informes como de la web de ASCRI, considero de gran importancia hacer referencia a esta asociación. Para ello, llevaremos a cabo un breve comentario sobre ella y señalaremos algún detalle que resulta de importancia y curiosidad.

La Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión, conocida como ASCRI, como ya hemos indicado anteriormente en este trabajo, aparece en el año 1986. El objetivo principal es la gestión, representación y la defensa de sus socios. Es una organización sin ánimo de lucro que pretende impulsar y promocionar las entidades de Capital Riesgo. Actualmente, según aparece en la web de esta sociedad, ASCRI agrupa a más de 100 firmas gestoras, tanto internacionales como nacionales, 70 socios asesores y 10 socios inversores, garantizando y difundiendo la transparencia y las buenas prácticas entre los miembros.

El grupo de socios gestores lo componen las sociedades y organismos, cuyo objetivo social o actividad principal se basa en financiar proyectos empresariales de PYMEs, mediante participaciones temporales.

Los socios asesores lo forman personas físicas, entidades, sociedades, etc. Estos no realizan la actividad, nombrada en el anterior grupo, pero si contribuyen al desarrollo del Capital Riesgo en España. Este grupo lo componen los bancos,

despachos de consultores, asesores, abogados, etc. Son estos quienes ofrecen servicio al sector.

El grupo de socios inversores está compuesto por inversores institucionales, sociedades que realizan inversiones de Capital Riesgo, también incluiríamos a las compañías de seguros, bancos, etc.

Ser socio de ASCRI ofrece unas ventajas, como las siguientes:

- Formar parte de una Asociación con gran experiencia e importantes logros conseguidos.
- Poder participar en los eventos realizados por esta Asociación, siendo mayoritariamente gratuitos para los socios.
- Recibir información del sector, mediante noticias, informes, comunicados, etc.
- Descuentos en publicaciones y eventos del sector.
- Disposición de numerosos informes y datos estadísticos sobre el sector.

Los socios deben abonar una cuota anualmente en un canon de entrada.

La cuota de los Socios Gestores se encuentra definida en la siguiente *tabla 2*, según el capital gestionado, siendo variable la cantidad del canon de entrada.

**Tabla 2: Cuota Socios Gestores.**

Capital Gestionado	Cuota Anual	Canon de Entrada
>400	12.000€	2.000€
300-400	10.000€	2.000€
200-300	8.000€	2.000€
120-200	6.000€	1.000€
60-120	5.000€	1.000€
40-60	3.800€	1.000€
20-40	2.900€	1.000€
10-20	2.500€	1.000€
<10	2.000€	1.000€

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de ASCRI.

En el caso de ser socio asesor (*tabla 3*), al igual que en el caso anterior, va en función de una variable, que en este caso depende del número de empleados, existiendo un canon de entrada de 500€.



**Tabla 3: Cuota Socio Asesor.**

Nº de Personas	Cuota Anual	Canon de Entrada
>200	5.000€	500€
100-200	4.000€	500€
50-100	3.000€	500€

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de ASCRI.

Por último, el socio inversor deberá abonar una cuota de 1.000€ anuales y un canon de entrada de 500€, sin haber variables que cambien estas cifras como en los dos casos anteriores.

### **3.3 Capital Riesgo en La Rioja.**

En palabras de Ruano (p.14, 2017), basándose en datos oficiales nacionales, “La Rioja es la segunda Comunidad Autónoma más pequeña de España, algo menos del 1% del total de la superficie del territorio español”. Con 312.423 habitantes en el año 2017, representa el 0,67% del total de la población española, contribuyendo con el 0,67% del PIB total nacional aproximadamente. A pesar de estos datos, los habitantes de La Rioja se encuentran entre los que mejor nivel de vida tienen de toda España, ya que ocupa el quinto puesto en el ranking de PIB per cápita. Un factor importante para conseguir la posición antes indicada, según este autor, es el grado de desarrollo económico que presenta esta comunidad. Para que las personas consigan desarrollarse, tanto personal como profesionalmente, necesitan disponer de un puesto de trabajo que les ofrezca unos ingresos. Pero para que esto se pueda dar es necesario un adecuado ecosistema, que favorezca el desarrollo de las empresas situadas en él, para que estas puedan ejercer su actividad profesional y, cuando los datos son positivos, poder contratar a más personas.

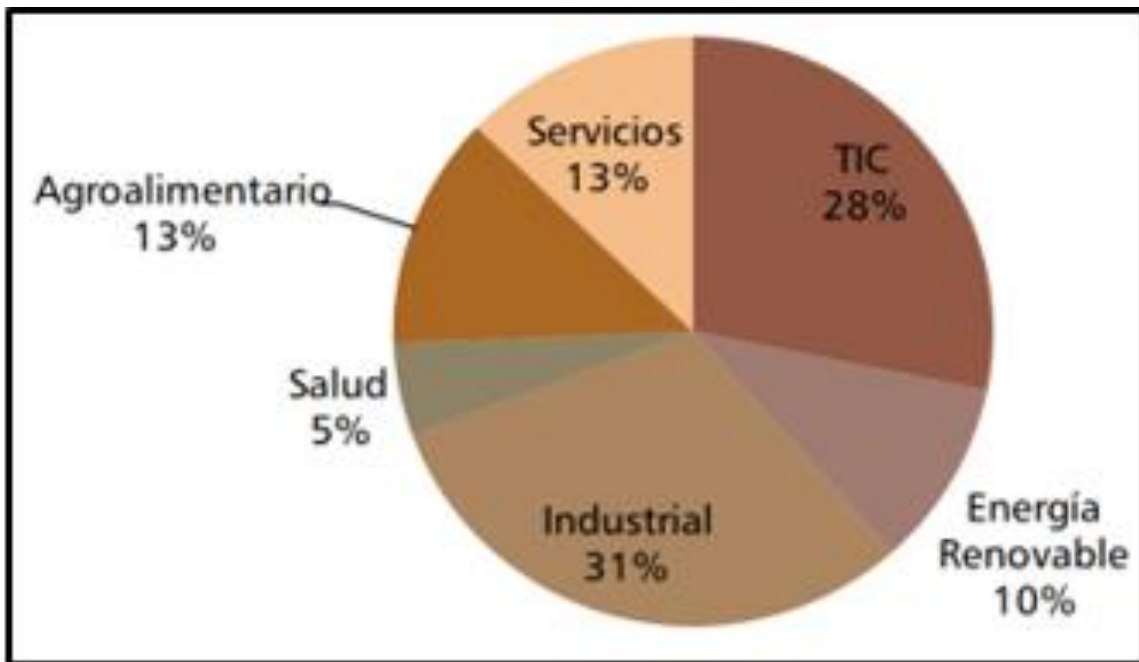
Atendiendo a Cobanera (2007), las sociedades con espíritu empresarial y con actitud para emprender, se comportan como principales factores para el crecimiento y desarrollo de una economía con una cultura y conocimiento emprendedor. Según Davila (2003), el Capital Riesgo favorece que se desarrolle con más facilidad e intensidad el crecimiento empresarial, posicionándolo por encima de otros recursos financieros. Es Rojo (2010) quien refuerza más la

anterior idea, indicando que las sociedades de Capital Riesgo son una de las principales fuentes de financiación actuales para las pequeñas y medianas empresas, convirtiéndose en uno de los agentes más importantes en la dinamización de la economía.

Hasta hace poco tiempo, RICARI era la sociedad que lideraba la actividad de Capital Riesgo en La Rioja. Quienes impulsaron esta sociedad, pretendían crear un instrumento con el que contribuir al desarrollo de la economía riojana, apoyando a todas esas personas con iniciativa de crear y desarrollar proyectos en esta comunidad. RICARI fue creada con una duración de carácter indefinida el 4 de julio de 1990 con la denominación social Riojana de Capital Riesgo, S.A. Es en el año 2010 cuando se lleva a cabo una transformación en su denominación, pasando a ser “RICARI, Desarrollo de Inversiones Riojanas, S.A.”, que es la que se mantiene actualmente. En el año 2003, RICARI incluye en su objeto social el poder facilitar préstamos de carácter participativos, únicamente a empresas participadas. Pero es en el año 2013, cuando la situación económica española contaba con una fuerte restricción del crédito a las empresas, se amplía el objeto social a poder facilitar préstamos participativos, tanto a empresas participadas como a no participadas. RICARI fue constituida con 500 millones de pesetas, realizando una ampliación en el año 2010 y otra a finales del 2017 (Ruano 2017).

En el *gráfico 6*, que se encuentra a continuación, podemos observar el porcentaje de inversión que RICARI ha llevado en global en la Comunidad Autónoma de La Rioja en los diferentes sectores desde su creación. El sector Industrial ha sido por el que más se ha apostado, invirtiendo un 31% del total de la inversión realizada por esta sociedad en La Rioja, seguido del sector de las Tecnologías de la Información y Comunicación.

**Gráfico 6: Inversión por sectores.**



**Fuente:** Elaboración propia, con datos de Ruano (2017).

Otra sociedad del sector del Capital Riesgo es RENERTIA. Nace en el año 2011 y es la continuidad del Grupo Aresol. Se trata de una Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, pero su actividad se centra en el desarrollo y promoción de todas las actividades relacionadas con las energías renovables únicamente.

### **3.4 Entrevista a la entidad de Capital Riesgo RICARI.**

Antes de comenzar con el análisis de la evolución del sector del Capital Riesgo en España, he considerado interesante ponerme en contacto con una firma de Capital Riesgo de mi Comunidad Autónoma, La Rioja, para poder conocer de primera mano esta actividad. La firma que me ha dado esta oportunidad es RICARI, que es la compañía más importante del sector Capital Riesgo en La Rioja.

Para ello, se ha llevado a cabo una pequeña entrevista, en la cual hemos podido hablar sobre el sector. También se realizaron varias preguntas, acordadas de antemano. Estas cuestiones intentan abordar varios aspectos de las inversiones en Capital Riesgo, como: su significado, los acuerdos que se

llevan a cabo en una inversión de este tipo, la desinversión, como ha afectado la crisis económica y financiera al sector, que perspectivas se esperan, etc.

Lo que se pretende con esta entrevista es conseguir una visión diferente sobre el sector a la aportada bibliográficamente. Conocer cómo ve esta empresa la actividad de Capital Riesgo, cómo se lleva a cabo y observar, de primera mano, qué repercusiones han tenido en los últimos años, así como qué visión y nivel de optimismo tienen de esta actividad para los años próximos. Aunque el trabajo que se está llevando a cabo se centra, principalmente, en España, creo que era necesario aprovechar esta gran oportunidad que me concedió RICARI y conocer algunos detalles sobre el sector en La Rioja, ya que es mi Comunidad Autónoma.

A continuación, podemos encontrar las preguntas realizadas con las respectivas respuestas proporcionadas por Luis Alberto Ruano Marrón, director de la ECR RICARI.

Buenas tardes, Luis:

*1. ¿Es la empresa interesada quien se acerca a ustedes o sois ustedes quienes buscan a la empresa en la que invertir?*

Podemos encontrarnos los dos casos. En ocasiones, son las propias empresas interesadas en conseguir financiación quienes se ofrecen a nosotros, vienen con un proyecto que abordar y nos lo presentan. En otros casos, son las empresas de Capital Riesgo quienes buscan en que empresas y proyectos invertir. Hay entidades de Capital Riesgo que están centradas en un sector o unos proyectos determinados, por lo que únicamente se interesan por las empresas que pertenecen a esa actividad y la llevan a cabo.

*2. ¿Cómo se sabe si una empresa/proyecto es la decisión adecuada/óptima?*

Antes de decantarse por una empresa o un proyecto, se debe estudiar esa entidad, revisando informes anuales, balances, auditorías, etc. Hay que analizar documentos con los que poder tener una idea de esa empresa.

*3. Cuando se firma el contrato, ¿qué condiciones se tratan?*

En una operación de Capital Riesgo se llevan a cabo varios contratos. Se comienza con el contrato de confidencialidad, en el que ambas empresas se comprometen a preservar la información confidencial de la otra empresa. Es en este momento en el que la empresa interesada le ofrece documentos internos a la entidad de Capital Riesgo para que esta pueda analizarla y estudiarla.

Posteriormente, podemos hablar de un contrato de exclusividad y de un contrato de no exclusividad. Estos dos contratos se llevan a cabo mientras se acuerdan condiciones, cómo se va a desarrollar el proceso de financiación, etc. Cuando se firma un contrato de exclusividad, la empresa participada se compromete a no buscar ni hablar con otra fuente de obtención de financiación, para no perjudicar a la entidad de Capital Riesgo que ya está llevando a cabo las actividades previas. Hablamos de contrato de no exclusividad, cuando la empresa participada si tiene el derecho de poder buscar otra forma de financiación u otra entidad de Capital Riesgo que le ofrezca unas condiciones diferentes. Por último, está el pacto de socios. Es el pacto final en el que se firman las reglas del juego, que permanecerá vigente hasta el momento de la desinversión.

*4. ¿Podemos decir que la desinversión es el momento más importante y delicado del proceso?*

En una inversión de Capital Riesgo todas las etapas por las que se pasa son importantes. Todas tienen gran importancia, desde el acuerdo con la empresa, hasta la desinversión, pasando por la captación de fondos y por el desarrollo de la inversión. Es verdad que es un momento delicado, es el momento culmen, en el que la empresa de Capital Riesgo recupera la cantidad invertida, mediante una plusvalía.

*5. La crisis vivida ha afectado a numerosos sectores de la economía española. ¿El Capital Riesgo se ha visto igualmente afectado en España como en La Rioja?*

El sector del Capital Riesgo en España se ha visto afectado, había una barrera a la entrada de inversores extranjeros y en España había poca liquidez. En La Rioja se ha visto igualmente afectado el sector. Esta comunidad autónoma no es una isla que se encuentre aislada del resto del país.

*6. ¿Por qué el número de inversiones se ha reducido y el volumen de inversión de Capital Riesgo se ha incrementado en los últimos años?*

En los últimos años es verdad que hay menos inversiones, pero son de mayor volumen. Cada vez encontramos más *megadeals*, operaciones de más de 100 millones de euros. Suponen los mismos costes de gestión como esfuerzos el analizar empresas pequeñas que grandes. Es por eso que se prefiere empresas de mayor volumen, porque la rentabilidad se espera que sea mayor.

7. *¿Cree usted que la dureza que se ha llevado a cabo en estos últimos años en el sector bancario para conceder créditos a las empresas ha favorecido al sector del Capital Riesgo en España? ¿Y en La Rioja?*

La dureza de las entidades bancarias a la hora de conceder créditos a las empresas ha repercutido de forma positiva al sector Capital Riesgo, en unas ocasiones, y de forma negativa, en otras. Cuando una empresa en la que no se había invertido aún, se encontraba con esas barreras bancarias a la hora de pedir financiación, era bueno, porque de esta forma la empresa podía pedir financiación a la entidad de Capital Riesgo. Pero cuando a una empresa, que ya se encontraba invertida por alguna entidad de Capital Riesgo, se le denegaba el crédito bancario, era negativo para la empresa de CR, ya que esa entidad no obtenía más financiación.

8. *¿Son buenas las expectativas para este sector en España y en La Rioja?*

Es complicado ofrecer una afirmación a esta pregunta. En estos últimos años, hemos visto como la actividad de Capital Riesgo ha ido creciendo, tras venir de un desplome durante la crisis, pero esto no significa que siga con esta tendencia muchos años más. En estos últimos años había más liquidez en España y los inversores extranjeros veían a España como un atractivo en el que invertir, por eso la actividad de Capital Riesgo se ha visto favorecida. Este año, 2019, las elecciones generales las ha ganado un gobierno de izquierdas, lo que va a conllevar a unas reformas y a poner en marcha nuevas medidas, como el tema de la reforma laboral, más gasto público y mayor endeudamiento. Desde el Banco Central Europeo es posible que en los próximos años se origine un incremento de los tipos de interés, reduciendo la cantidad de dinero en circulación y provocando una menor liquidez. Esto puede conllevar a que la captación de fondos sea menor, viéndose reducidas las inversiones de Capital Riesgo, siendo España un país poco atractivo para inversores extranjeros. Podríamos estar hablar de otra crisis.

Muchas gracias por dedicarme este tiempo.

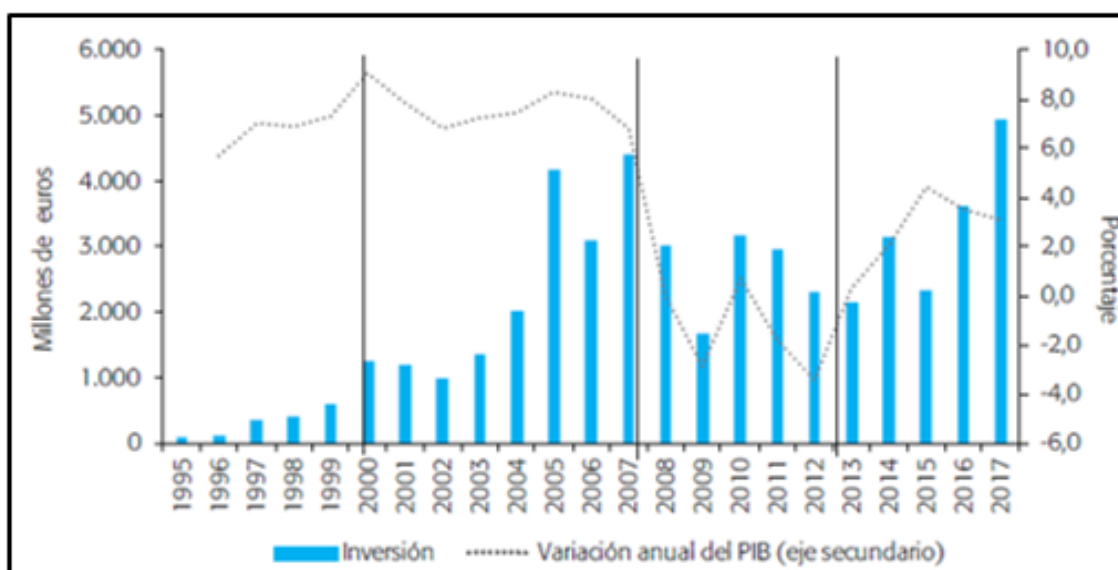
#### **4. ANALISIS DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA (2004-2018).**

Uno de los principales objetivos de este trabajo es el análisis y reflexión de las etapas por las que ha pasado el Capital Riesgo a lo largo de estos últimos años en España. Hace unos años atrás, nuestro país, al igual que muchos otros, ha pasado por una etapa de incertidumbre, tanto financiera como económicamente, la llamada crisis del 2008. Lo que se quiere observar es si la evolución del Capital Riesgo se ha visto influenciada y restringida por esta crisis económica y financiera. Para ello, vamos a llevar a cabo un análisis desde el año 2004 en adelante, hasta el 2018, último año de estudio, ya que no disponemos de los suficientes datos oficiales para el año 2019. Destacaremos acciones políticas, económicas y situación de Capital Riesgo en cada momento, para lo que dividiremos este periodo de tiempo en varias etapas de acuerdo al *gráfico 7*. Como podemos ver en dicho gráfico, existe una etapa de prosperidad hasta el año 2006, comenzando en el 2007 la etapa de crisis y siendo el año más crítico el 2009. Observamos un periodo de recesión desde el 2010 hasta el 2012, siendo el año 2013 el punto de inflexión. Durante los años 2014, 2015 y 2016, al igual que en muchos otros países, se aprecia una recuperación de las inversiones de Capital Riesgo, siendo superior esta en el 2018 y alcanzando máximos históricos.

Las etapas que vamos a analizar se distribuyen de la siguiente manera:

- 2004-2006: Etapa de prosperidad.
- 2007-2008: Etapa de crisis.
- 2009: Año crítico.
- 2010-2012: Etapa de recesión.
- 2013: Año de inflexión.
- 2014-2016: Etapa de recuperación.
- 2017-2018: Crecimiento.

**Gráfico 7: Evolución histórica de los niveles de inversión de Capital Riesgo.**



**Fuente:** Peña, I., & Mañueco, P. (2018).

#### 4.1 Etapa de prosperidad (2004-2006)

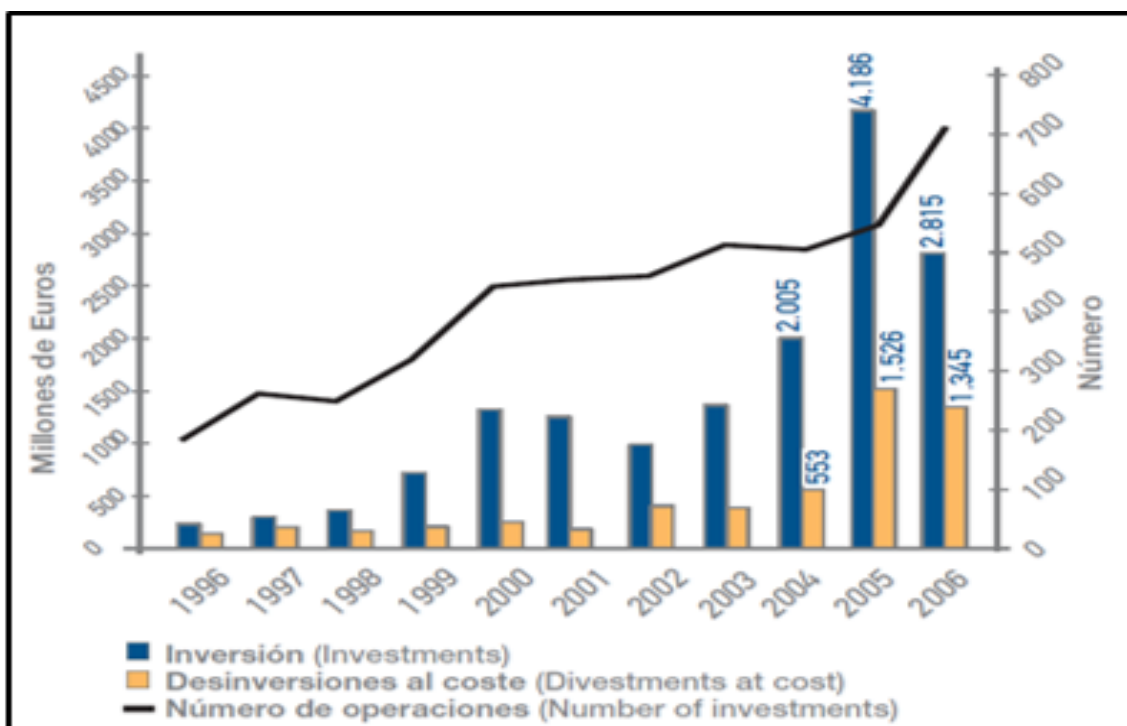
En el tema económico, este periodo, es caracterizado como la etapa de prosperidad, debido a los buenos datos económicos registrados a nivel mundial y, sobre todo, el crecimiento registrado en España obteniendo unos resultados positivos y superiores a los de años precedentes. Es en el año 2004 cuando se celebraron elecciones generales en España, saliendo presidente del gobierno José Luis Rodríguez Zapatero. España, contaba con una estabilidad, tanto económica como política, durante su mandato. Las transacciones económicas eran de gran volumen, que, junto con el elevado dinamismo del empleo, consumo doméstico y auge de la construcción, ayudaron al gran crecimiento del PIB. En el resto de los países de Europa, también se notó este crecimiento en diversos indicadores. Es en el año 2006 cuando a nivel mundial se vivió uno de los mejores momentos, fue la economía europea el motor de este crecimiento mundial, en el que España alcanzó los 14.000 puntos en el IBEX-35.

Tanto el contexto económico como la estabilidad política, que se vivía en estos años, desarrolló un clima muy positivo para el Capital Riesgo. A los años 2004, 2005 y 2006 se les conoce como los años dorados para el Capital Riesgo en España. Como se puede observar en el *gráfico 8*, durante estos tres ejercicios, se realizó un gran número de operaciones y un elevado volumen de inversión y



desinversión de Capital Riesgo en España. Si el 2004 fue un año de gran importancia para el Capital Riesgo en nuestro país, ya que se alcanzaron cifras históricas hasta el momento, tanto en volumen de inversión como desinversión, el año 2005 no se queda a su sombra. Es en el año 2005 cuando se superan todas las excelentes cifras alcanzadas en el año anterior. Por el contrario, el 2006 no consiguió superar al año anterior en cifras, pero fue un año con fuerte actividad, constituyéndose como un año de elevada importancia para el Capital Riesgo en España.

**Gráfico 8: Inversiones, desinversiones y número de operaciones.**



**Fuente:** ASCRI (2007).

Como indica el informe de ASCRI (2006), la ley que rige a las empresas españolas de Capital Riesgo es la Ley 25/2005, que recoge el marco regulatorio aplicable, tanto a los FCR como a las SCR. Su buen hacer se vió reflejado en el incremento de altas en el Registro Especial de Entidades de Capital Riesgo. Esta regulación, proporciona a todas las entidades de este sector un marco más moderno y flexible, situándolo entre los más favorables para el desarrollo de dicho sector.

En cuanto a las operaciones de Capital Riesgo llevadas a cabo en esta etapa, destacar en el año 2004 las realizadas por empresas de este sector como

Permira, Bridgepoint, BC Partner, etc. Los excelentes resultados alcanzados al año siguiente son debido al cierre de macrooperaciones como Amadeus y Cortefiel, entre otras. Del mismo modo, en el año 2006, las operaciones más relevantes llevadas a cabo son las de Telepizza y Levantina.

#### **4.2 Etapa de crisis (2007-2008)**

Estos dos años se caracterizan como el inicio de la crisis económica y financiera que atravesó España, al igual que otros muchos países. En diversas noticias se indica que el comienzo de esta crisis se da en verano del 2007, pero cuando realmente comenzaron a sentirse los efectos fue en el año 2008. A nivel mundial la economía estaba empezando a hundirse, en Estados Unidos y Europa comenzaron a quebrar bancos y entidades financieras, a causa de las hipotecas *subprime*. En nuestro país, en 2008, el estallido de la conocida burbuja inmobiliaria, el aumento de la inflación y del paro, y la desaceleración del consumo comenzaron a anunciar el desequilibrio y deterioro de la economía nacional.

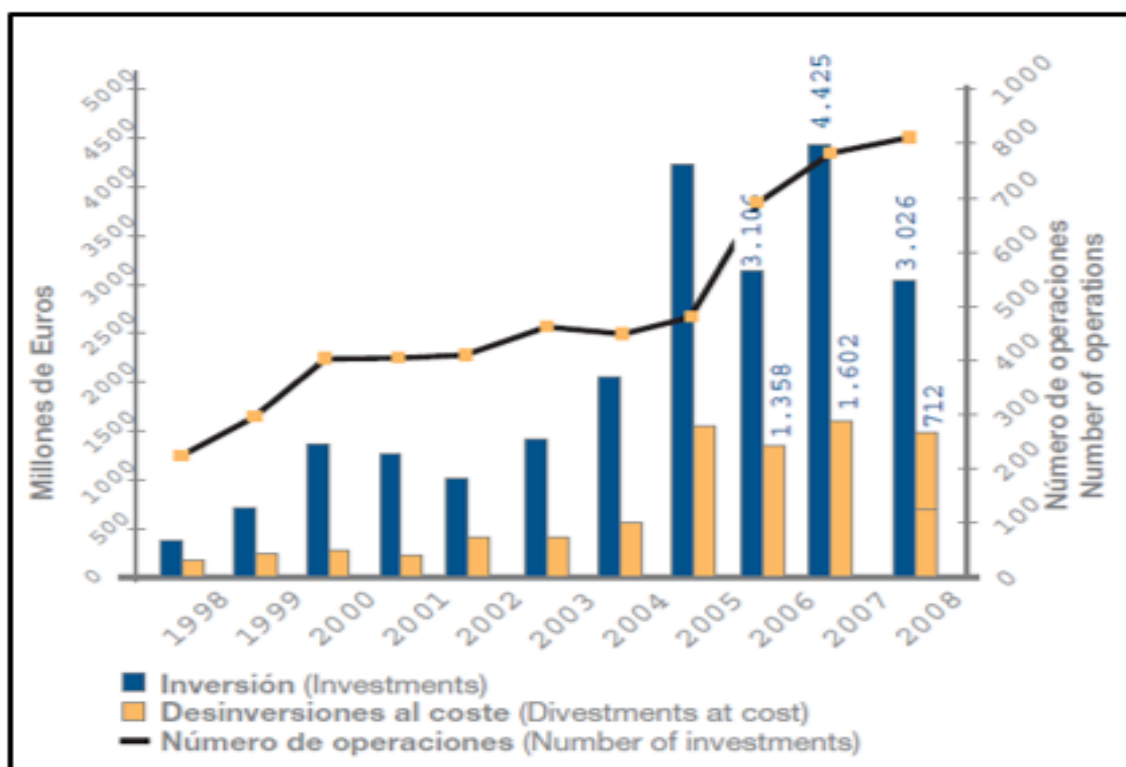
En cuanto al contexto político, en el 2008, volvieron a realizarse elecciones generales en España, siendo reelegido Jose Luis Rodríguez Zapatero como presidente del gobierno. En el segundo semestre de dicho año, Zapatero tiene que tomar fuertes medidas, tanto políticas como económicas, al respecto, porque se produce la mayor caída del Ibex-35 en octubre, sucesivos datos mensuales negativos de los principales indicadores económicos como el PIB, la falta de liquidez, el aumento del paro, etc.

Según el presidente de ASCRI, Jaime Hernández Soto, estos acontecimientos no eran preocupantes para el sector del Capital Riesgo en España, ya que se venían alcanzando buenos datos en años anteriores en este sector. El presidente de ASCRI afirmó lo siguiente en el informe de 2008: “El 2007 no sólo ha sido un muy buen año para el sector del Capital Riesgo & Private Equity en España. Todas las variables implicadas han alcanzado niveles máximos”. Tras el estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* y la desaceleración del sector del Capital Riesgo, Jaime Hernández Soto (2009) dijo: “No supone ninguna crisis para el Capital Riesgo & Private Equity, pero indudablemente afecta a nuestro sector,

que depende para el cierre de muchas de sus operaciones de mayor o menor volumen de financiación bancaria”.

Esta crisis ocasionó una desaceleración en la economía, llevando consigo un acceso más restringido a la financiación bancario. Como podemos ver en el gráfico 9, en el año 2008, la inversión de las entidades de Capital Riesgo se vió reducida considerablemente, al igual que las desinversiones, aunque el número de operaciones se incrementó, siendo estas de menor volumen.

**Gráfico 9: Inversión, desinversión y número de operaciones.**



**Fuente:** ASCRI (2009).

La reducción de las inversiones de Capital Riesgo no solamente se produjo en España, sino también a nivel mundial. Es así que el Capital Riesgo se encontraba en la encrucijada de sacrificar rentabilidades futuras, para así poder competir más favorablemente, o descubrir nuevas operaciones, que le diesen la oportunidad de conseguir beneficios a medio plazo, mediante la rentabilidad operativa de las empresas e industrias. Para ello, según ASCRI (2009), los nuevos tipos de operaciones son:

- Procesos de *buy & build*.
- Financiación de operaciones de expansión corporativa.

- Financiación de operaciones de concentración o reestructuración corporativa: fusiones, escisiones, *spin-offs*, *carve-outs*, etc.
- Financiación de *turn-arounds*.
- Financiación de expansiones a mercados exteriores.
- Capital desarrollo en sectores intensivos en capital, crecimientos orgánicos agresivos por penetración geográfica o nuevos modelos de negocio, etc.

Entre las operaciones de mayor volumen en España en el año 2007, según el informe ASCRI (2008), podemos destacar la de Isofotón (llevada a cabo por Artá Capital), Parques Reunidos (por la entidad de Capital Riesgo Candover) y la de Occidental Hoteles (realizada por Valanza). Durante el 2008 también se realizaron importantes actuaciones de inversión de Capital Riesgo en nuestro país, como pueden ser las siguientes: Unión Radio, Gamesa Solar y Mémora. La mayoría de las actuaciones de este ejercicio (2008) fueron realizadas en las fases de expansión.

#### **4.3 Año Crítico (2009)**

El 15 de septiembre de 2008, con la caída de Lehman Brothers, suele ser la fecha que se atribuye al inicio de la crisis económica de EEUU, la cual repercutió también en otros países, como España. En el cuarto trimestre de 2009 la crisis se instaló definitivamente en numerosos países de Europa, como es el caso de España y de Grecia, entre otros. En dicho año es en el que verdaderamente se sufren las consecuencias en España.

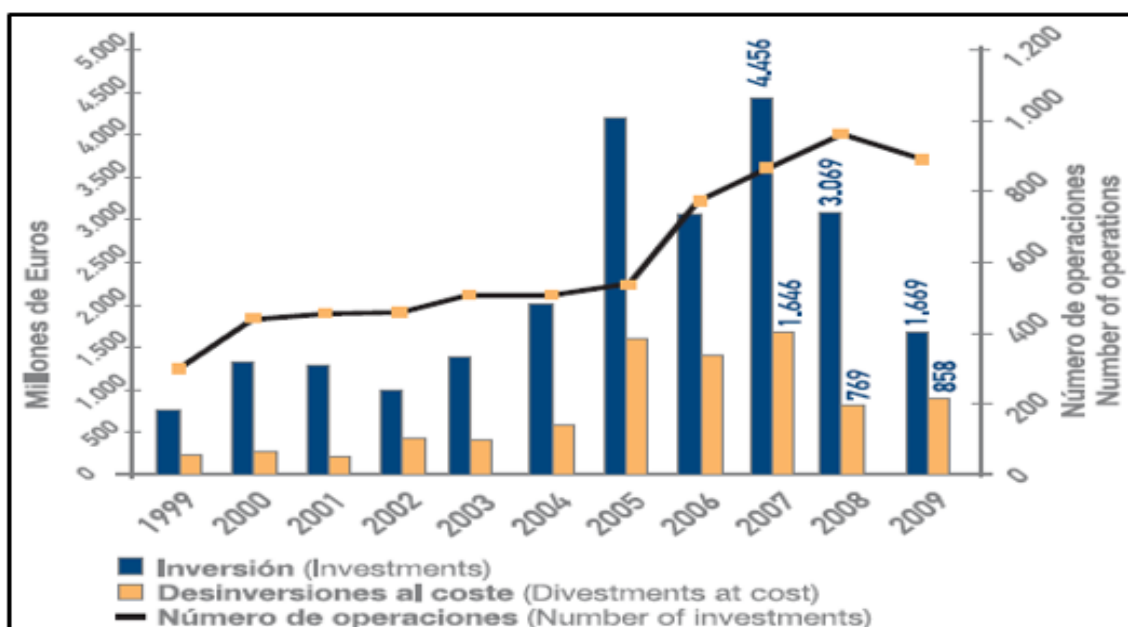
A principios del 2009, el equipo gobierno, que había en ese momento al mando de Jose Luis Rodríguez Zapatero, puso en marcha el “Plan E”, también conocido como Plan Español. Este plan consistía en apoyar a la economía y empleo de España, incentivando y respaldando el empleo para así intentar recuperar la economía del país. Financieramente, el Estado llevó a cabo la intervención de Caja Castilla la Mancha, por insuficiencia de liquidez. Además de estas actuaciones, el gobierno también impulsó la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), para hacer frente a los problemas que pudieran surgir en las entidades financieras.

Las cifras del Capital Riesgo en España alcanzaron números increíblemente reducidos, motivo por el cual se considera que es el año más crítico. Según

ASCRI (2010), los escasos medios de financiación, bajada del consumo y poca actividad de los inversores extranjeros fueron protagonistas de esos resultados tan críticos para el país.

Atendiendo al *gráfico 10*, podemos observar el volumen de inversión realizada por las entidades de Capital Riesgo en España en el año 2009 (1.669 millones de euros), la cual se vio reducida en un 46% respecto al año anterior. El número de operaciones realizadas también se vio reducido respecto al 2008, pasando de 912 a 898 operaciones, con 14 intervenciones menos. En cuanto al volumen de desinversión (a precio de coste), vemos que hay un incremento del 11% respecto al 2008, alcanzando la cifra de 858 millones de euros.

**Gráfico 10: Inversión, desinversión y número de operaciones.**



**Fuente:** ASCRI (2010).

Según el presidente de ASCRI (2010), “la variable que más se vio afectada fue la captación de fondos, alcanzando 1.173 millones de euros, un 56% menos que en 2008”.

En palabras de Ramón Cerdeiras Checa, presidente de ASCRI (2010), “el año 2009 fue sin duda uno de los más complicados para el sector de Capital Riesgo en España y para la economía en general”. Pero hacía hincapié en que no se debía de dramatizar con la situación, ya que muchos profesionales del sector indicaban que ya se había tocado fondo y que en el año 2010 comenzaría a

reactivarse el sector, debido a los esperanzadores signos en indicadores de los últimos meses de 2009 y primeros de 2010.

Atendiendo al informe anual de ASCRI (2010), aunque estamos hablando de un año de gran complejidad para el sector, también podemos encontrar inversiones de gran relevancia llevadas a cabo durante 2009, en las que destacan Abengoa Bioenergy y Siro, encontrándose las dos en fases de expansión.

#### **4.4 Etapa de recesión (2010-2012)**

En la primera mitad del año 2010, las mejoras en la economía no se correspondían con las esperadas por el gobierno. Tanto el Fondo Monetario Internacional como la Unión Europea, consideraban insuficientes las medidas que habían sido adoptadas para intentar conseguir una reducción de la deuda pública. De tal modo, Rodríguez Zapatero llevó a cabo nuevas medidas con las que alcanzar un ahorro de 15.000 millones de euros entre los años 2010 y 2011. Estas nuevas medidas fueron las de mayor ajuste hasta el momento en toda la democracia española, siendo las siguientes: recortes en gastos sociales, en inversión pública, congelación de las pensiones, incremento del IVA hasta el 18% y reducción del salario de los funcionarios. Posteriormente, se llevaron a cabo nuevas reformas como: reforma de la constitución, reforma de las pensiones y una reforma laboral. Continuaron las intervenciones en cajas de ahorro, como Cajastur o Caja Cantabria, entre otras.

Tras las nuevas elecciones generales, es, en noviembre de 2011, cuando el Partido Popular toma el mando del gobierno de España, con Mariano Rajoy a la cabeza. El objetivo sigue siendo reducir la elevada deuda pública existente y devolver la confianza a los emprendedores, por lo que el PP llevará a cabo la Ley de Emprendedores y una reforma laboral. El objetivo era incentivar a los empresarios a contratar trabajadores. También se llevaron a cabo ajustes económicos como los tan conocidos recortes en educación y sanidad, que tantas huelgas ocasionaron.

Es, en el año 2012, cuando la entidad financiera Bankia se encuentra hundida y el Estado tiene que intervenir en su ayuda, con un rescate de 23.500 millones de euros, ocasionando que la prima de riesgo alcanzase los 630 puntos y la bolsa

sufriera una grave caída. El Eurogrupo se vió obligado a ofrecer 62.000 millones de euros al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), debido a las dificultades que estaba atravesando el sector bancario en España, pudiendo así el gobierno inyectar liquidez en los bancos de este país. Se continuaron realizando ajustes, como la subida del IVA al 21% o la cancelación de la paga extra de navidades a los trabajadores públicos, con el mismo objetivo, reducir la deuda pública e incentivar un crecimiento económico. El primer objetivo si se estaba consiguiendo, pero no ocurría lo mismo con el segundo, ya que la economía de España se encontraba muy debilitada.

En cuanto al sector del Capital Riesgo, que venía de su peor año hasta entonces (2009), el estado creía que esta fuente de financiación tenía que ser más conocida y tener más presencia entre los usuarios, por lo que se decide apoyar su desarrollo y consolidación. Para ello, se crea el fondo *Europeam Angels Fund “Isabel la Católica”*.

Después de haber alcanzado el sector del Capital Riesgo mínimos históricos, en el año 2009, se esperaba que los siguientes años fueran mejores.

En la *tabla 4* podemos ver tanto las cifras como las variaciones de un año respecto a otro del número de inversiones, y de los volúmenes de inversión y desinversión.

Como vemos en dicha tabla, en el 2010, tanto la inversión como la desinversión se recuperan gradualmente, mientras que el número de operaciones y la captación de fondos presentan una reducción, según ASCRI (2011). Todo apuntaba a una recuperación del sector, pero no fue así, en el 2011 se produce otra disminución en el volumen de inversión y captación de Capital Riesgo y un incremento en el número de operaciones y en la desinversión, todo esto debido a la deuda soberana. Aunque parecía que España ya había salido de la crisis, no era así, aún se encontraba en una etapa de recesión.

Como indican los datos obtenidos de ASCRI (2013), el año 2012 no iba a ser la excepción de esta recesión, encontrando nuevamente descensos en el volumen de inversión, desinversión, captación de fondos y en el número de operaciones de Capital Riesgo, siendo nuevamente un año complicado para el sector.

**Tabla 4: Volumen de inversión y desinversión en 2010, 2011 y 2012.**

	2010	2011	2012	Variación 2009-2010	Variación 2010-2011	Variación 2011-2012
Nº Inversiones	904	967	820	-4%	6%	-15,2%
Vol. Inversión (millones de €)	3.456	3.233,3	2.472,4	117%	-8%	-23,5%
Vol. Desinversión (millones de €)	1.532	1.550,7	1.196,6	77%	2,9%	-40%

**Fuente:** Elaboración propia con datos de ASCRI 2010, 2011, 2012 y 2013.

En palabras de Carlos Lavilla, presidente de ASCRI 2013, “el año 2012 fue de gran complejidad para el sector del Capital Riesgo, en paralelo a la evolución de la crisis económica sufrida en España, con una reducción del 23,5% (comentada anteriormente) sobre el año anterior (2011)”. Pero se deben resaltar varios puntos positivos, por una parte, el Capital Riesgo sigue apostando por las PYMEs y, por otro lado, el gobierno puso en marcha un paquete de medidas para fomentar esta fuente de financiación no bancaria.

Esta etapa que estamos analizando se caracteriza por la disminución del volumen de inversión de fondos de Capital Riesgo y fueron años en los que el sector, según el informe anual de ASCRI (2013), pasó por sus peores momentos. Pero a pesar de ello, cabe destacar varias actuaciones que se llevaron a cabo por entidades de Capital Riesgo en España. En el año 2010 destacaron Abertis, Pepe Jeans y Privalia. Al año siguiente se realizaron inversiones importantes como: la operación de CVC en Capió, Carlyle en Telecable y First Reserve en Abengoa. Durante el 2012, las actuaciones más destacadas que podemos encontrar son: Portaventura, Abengoa Transmisión Sur y Grupo Quirón.

#### **4.5 Año de inflexión (2013)**

El año 2013 es considerado como el punto de inflexión, tanto de la crisis económica como en el sector del Capital Riesgo. Podemos diferenciar dos etapas en este año: los primeros seis meses (continuación de la recesión) y los últimos 6 meses (indicios de recuperación).



La primera mitad del año se caracterizó por continuar con la misma tendencia que se venía siguiendo en esos últimos años. Se llevó a cabo la reestructuración de las entidades bancarias con la puesta en funcionamiento del “Banco Malo”. La prima de riesgo se situaba por debajo de los 300 puntos, parecía que las actuaciones llevadas a cabo por el gobierno estaban dando buenos resultados. Otro factor clave en la recuperación de la zona euro fue la política monetaria que llevo a cabo el Banco Central Europeo, llegando a bajar hasta el 0,25% los tipos de interés (ocasionando más liquidez en las personas).

Los buenos resultados iban viendo la luz. Es en la segunda mitad de año cuando la bolsa supera los 10.000 puntos, se observa un crecimiento del PIB del 0,1%, las exportaciones crecen un 6,8% y parecía que se vislumbraba un punto de inflexión.

En lo referente al sector de Capital Riesgo, destacar el levantamiento del FOND-ICO Global, con el que se pretendía captar 40 nuevos fondos de Capital Riesgo en los siguientes 4 años, los cuales llevarían a cabo inversiones en todo tipo de proyectos y en todas sus fases, tanto de creación como de crecimiento. (ASCRI, 2013).

El FOND-ICO Global se trata del Fondo de fondos, cuyo principal objetivo era promover la creación de fondos de Capital Riesgo que llevasen a cabo inversiones en empresas españolas, en todas sus fases de desarrollo. Se inscribe en la CNMV el 24 de mayo de 2013, primer fondo de Capital Riesgo de carácter público en España, dotado con 1.200 millones de euros.

En palabras del presidente de ASCRI (2014), Carlos Lavilla, y observando la *tabla 5*, “el año 2013 para el Capital Riesgo, fue incluso más complicado que el 2009, pero afortunadamente en verano se inició un cambio de tendencia”. La inversión de Capital Riesgo, con respecto al año 2012 (2.472,4 millones de euros), se redujo en un 4,65%, situándose en 2.357,4 millones de euros. Las desinversiones (a precio de coste) experimentaron una variación positiva, alcanzando los 1.563 millones de euros.

**Tabla 5: Volumen de inversión y desinversión en 2012 y 2013.**

	2012	2013	Variación 2012-2013
Vol. Inversión (millones de €)	2.472,4	2.357,4	- 4,65%
Vol. Desinversión (millones de €)	1.196,6	1.563	23,44%

**Fuente:** Elaboración propia con datos de ASCRI 2013 y 2014.

Aunque según Carlos Lavilla (presidente de ASCRI 2014), “el sector de Capital Riesgo comenzó el año 2013 con una tendencia negativa y en los seis últimos meses presentó síntomas de mejoría, los cuales se confirmaron en el primer trimestre del año 2014”. Es por esto por lo que se conoce al año 2013 como el punto de inflexión, tanto para la economía en España como para el sector del Capital Riesgo. El presidente de ASCRI (2013) destaca, como motivo del cambio de esta tendencia, la inversión de inversores internacionales, que volvieron a apostar fuerte por nuestro país.

Las actuaciones con más importancia que se realizaron durante el 2013 fueron las siguientes: Gestamp, llevada a cabo por la entidad Aston y Martín por la empresa Torreal.

#### **4.6 Etapa de recuperación (2014-2016)**

Es en el 2014 cuando, por primera vez desde el 2008, España cerró el año con un crecimiento económico en los cuatro trimestres. Todas las actividades económicas presentaron datos positivos, las exportaciones crecieron y la apuesta por nuestro país de los inversores internacionales tomó fuerza. Aunque España seguía atada a un elevado número de desempleados (según la EPA se crearon 433.00 empleos en 2014), la economía del país se estaba recuperando lentamente. La publicación de la nueva Ley 22/2014 de 12 de noviembre, que deroga así la ley 25/2005, junto con la iniciativa del FOND-ICO Global, impulsada en el 2013, se tradujo en que el sector de Capital Riesgo experimentó una reactivación, motivada también por las mejoras macroeconómicas del país. Según el informe ASCRI (2015), el sector de Capital Riesgo en el 2014 había

dejado atrás la crisis comenzada en el año 2009, iniciando así un nuevo ciclo con tendencia creciente que, según los indicadores, se mantendría durante el año siguiente. Del mismo modo, y como se había predicho en el informe que hacía referencia al año 2014, el 2015 volvió a presentar una tendencia positiva y unos resultados mejores a los del año anterior. Tanto la economía española como el sector de Capital Riesgo, se encontraban en un periodo de crecimiento, tras la salida de esa recesión ocasionada por la crisis económica y financiera, y el 2016 no iba a ser la excepción de estos buenos resultados. Atendiendo al informe ASCRI (2017), el cual hace referencia al periodo del año 2016, este año fue de gran positivismo para el Capital Riesgo en España, a pesar de la incertidumbre y tensiones por la que atravesaba el país, debido a las nuevas elecciones generales (año 2015) que, tras no alcanzarse un acuerdo de investidura en El Congreso de los Diputados, se llegó a la decisión de volver a repetirse las elecciones (año 2016), consiguiendo un acuerdo de investidura Mariano Rajoy en esa segunda celebración.

Atendiendo a la *tabla 6*, podemos ver las variaciones, tanto del volumen de inversión de Capital Riesgo como de desinversión en España, en esta etapa de recuperación. Como ya hemos indicado anteriormente, en el año 2015 se registra un incremento, tanto en el volumen invertido como en el de desinversión, más concretamente del 47% y del 204,9%, respectivamente. En los dos periodos siguientes, el volumen de desinversión se reduce levemente en el 2015 y un 50% en el 2016 respecto al año anterior, pero no ocurre lo mismo con la inversión, ya que presenta incrementos del 15,19% en el año 2015 y del 23,16% en el siguiente año. El número de operaciones no nos ofrece mucha información sobre la evolución del Capital Riesgo en estos últimos años, ya que se realizan menos operaciones, pero son de mayor volumen que en los años previos y primeros de la crisis. Por lo que, en estos últimos periodos, nos puede ofrecer más información, tanto el volumen de inversión como el de desinversión.

**Tabla 6: Volumen de inversión y desinversión en 2014, 2015 y 2016.**

	2014	2015	2016	Variación 2013-2014	Variación 2014-2015	Variación 2015-2016
Vol. Inversión (millones de €)	3.465,3	2.939	3.619,7	47%	15,19%	23,16%
Vol. Desinversión (millones de €)	4.768,7	4.714	2.337,2	204,9%	- 1,15%	- 50,42%

**Fuente:** Elaboración propia con datos de ASCRI 2015, 2016 y 2017.

Observando la anterior tabla, en la cual se muestran las cifras del Capital Riesgo en esta etapa de recuperación, en palabras del presidente de ASCRI (2017), el sector de Capital Riesgo había entrado en una nueva fase de crecimiento, tras un buen ejercicio 2015 y mejorado en el 2016, como se podía observar en sus principales variables (captación de fondos, inversión y desinversión). Esto supone que una parte de la culpa del crecimiento de estas variables es debido a la confianza que los inversores internacionales han depositado en España y al apoyo que el sector público ofreció mediante los fondos FOND-ICO Global.

Observando los informes anuales de ASCRI (2015), (2016) y (2017), podemos ver como el número de operaciones de gran volumen ha ido incrementándose con respecto a años anteriores. Durante el 2014 destacan las operaciones de Telepizza y Port Aventura. En el 2015 las inversiones más importantes llevadas a cabo fueron la de Wallapop y Grupo BC. En el año 2016, ejercicio con excelentes resultados hasta ese momento, el número de grandes operaciones se vio incrementado y entre estas destacan Hotelbeds, Telepizza de nuevo y la inversión de Capital Riesgo en el grupo riojano Garnica Plywood, que es la entidad que consiguió alcanzar el mayor volumen de facturación de entre todas las empresas riojanas durante el ejercicio 2018.

#### **4.7 Crecimiento (2017-2018)**

En España, los años 2017 y 2018 no se encuentran influenciados negativamente por grandes motivos políticos o económicos. Sin embargo, si que es verdad que los últimos meses del último año estuvieron marcados por el conflicto interno de Cataluña, pero este factor, según el Informe ASCRI (2019),

no afectó crucialmente al sector de Capital Riesgo en España, aunque si a las inversiones en dicha Comunidad Autónoma.

En este ejercicio (2017) se volvieron a alcanzar cifras históricas, como ya se ha indicado anteriormente en este trabajo, siendo superados estos datos en el año 2018. Observando la *tabla 7*, vemos que, en el año 2017, el volumen de inversión de Capital Riesgo en España alcanzó la cifra de 4.957 millones de euros invertidos, un 36,9% más que el año anterior. Lo mismo ocurrió con el volumen de desinversión, el cual se incrementó un 49,2% respecto al ejercicio 2016, situándose en 3.483 millones de euros. En el ejercicio 2018 se vuelven a alcanzar cifras históricas en cuanto a volumen de inversión (6.013 millones de euros), reduciéndose un 41% el volumen de desinversiones respecto al año anterior, destacando el incremento del importe medio de inversión, de 7 millones en 2017 a 8 millones en el 2018.

La inversión alcanzó cifras históricas, tanto en el ejercicio 2017 como 2018, superando el volumen de inversión del año 2007 (que era la cantidad más elevada hasta el momento).

**Tabla 7: Volumen de inversión, desinversión en 2016, 2017 y 2018.**

	2016	2017	2018	Variación 2016-2017	Variación 2017-2018
Vol. Inversión (millones de €)	3.619,7	4.957	6.013	36,9%	16,7%
Vol. Desinversión (millones de €)	2.337,2	3.483	2.039,3	49,2%	-41,5%

**Fuente:** Elaboración propia con datos de ASCRI 2018 y 2019.

El director general de ASCRI (2018), José Zudaire, destaca “la gran trayectoria de las gestoras del sector, las cuales llevan ofreciendo servicio durante 32 años, alcanzando más de 44.000 millones de euros invertidos en más de 7.500 empresas, siendo el sector de Capital Riesgo un eje fundamental para la economía del país”.

En palabras de Zudaire (2018) “es el momento de invertir, desinvertir y captar nuevos fondos en España”.

Según datos del informe anual de ASCRI (2018), “en el año 2017 se cerraron 13 grandes operaciones de más de 100 millones de inversión en cada una, por

gestoras internacionales principalmente”. Estas actuaciones son históricas a día de hoy, entre las que destacan: Cortefiel, Grupo Pacha y Cabify.

Por último, atendiendo al presidente de ASCRI (2019), Miguel Zurita, el sector de Capital Riesgo es posible que alcance otro récord en cuanto al ejercicio 2019. Debido a que, en solo los 6 primeros meses, el volumen de inversión de Capital Riesgo ya era superior a los 4.000 millones de Euros.

## **5. CONCLUSIONES**

Atendiendo al desarrollo llevado a cabo en este trabajo sobre el análisis de la evolución del Capital Riesgo en España en los últimos años, podemos destacar varias ideas.

En primer lugar, con respecto a la repercusión que han tenido las diferentes situaciones políticas y económicas, vividas por nuestro país sobre el sector del Capital Riesgo en España, se puede señalar que existe una evolución muy similar entre la crisis económica y financiera vivida y el desarrollo de la actividad del Capital Riesgo.

Observamos que mientras la situación política era estable y eran años dorados para la economía del país (2004, 2005 y 2006), el sector del Capital Riesgo veía como su actividad se encontraba en continuo crecimiento y desarrollo. Durante el año 2007 y 2008 España comenzó a vivir el inicio de la crisis financiera y económica, con una reducción del volumen de inversión de Capital Riesgo en 2008, como consecuencia de las dificultades que estaba empezando a atravesar el país. Sin embargo, no será hasta el año 2009, momento en el que EEUU se encuentra inmerso en una verdadera crisis, cuando España sufrirá las mayores caídas de inversión en Capital Riesgo, así como en su economía en general. Podemos observar un repunte en la economía de España en 2010, así como en la actividad del Capital Riesgo, pero no representa el comienzo de una esperada recuperación. En 2011, 2012 y 2013, tanto los índices económicos como los relacionados con el Capital Riesgo, se vieron reducidos, acompañados de una serie de medidas políticas para intentar sacar al país de esa crisis en la que se encontraba inmerso. Es en el año 2013 cuando se observa un punto de inflexión, comenzando a notarse la recuperación política y económica del país en los siguientes años. Este año también representa el punto de inflexión para el sector del Capital Riesgo, impulsado por la creación del FOND- ICO Global. Actualmente, el sector del Capital Riesgo se encuentra registrando cifras históricas año tras año.

Uno de los posibles culpables del auge de esta fuente de financiación ha sido la restricción al crédito bancario, llevada a cabo en los primeros años de la crisis. Tras esta actuación, muchas empresas, que se veían incapaces de conseguir créditos en las entidades bancarias, tuvieron que empezar a buscar otras formas

para conseguir financiación. Una de estas alternativas a las fuentes tradicionales son las entidades de Capital Riesgo. Es verdad que este sector apenas lleva 30 años ejerciendo su actividad en España (su verdadero arranque se sitúa en 1986 con la entrada de España en la Comunidad Económica Europea), por lo que aún le queda mucho camino por recorrer en nuestro país, hasta alcanzar el posicionamiento que este sector tiene en otros países de nuestro entorno.

Se ha podido observar también que, hasta el momento, la fuente de financiación Capital Riesgo era la gran desconocida entre las empresas españolas. Pero es ahora cuando verdaderamente se está descubriendo que puede ser una gran alternativa para conseguir financiación, ya que proporciona mayores servicios que el sector bancario, por ejemplo. Como se ha indicado anteriormente en este trabajo, las entidades de Capital Riesgo no proporcionan únicamente ayuda financiera, sino que también proporcionan conocimientos del sector, de la gestión del día a día, etc.

Es de este modo, como se está observando un cambio en la idea de búsqueda de financiación, por parte de las empresas españolas, ya que cada vez son más las que apuestan por las sociedades de Capital Riesgo. Además, es un sector que se está consolidando en nuestro país, aumentando sus cifras en estos últimos años, tanto en número de inversiones como en volumen de inversión y desinversión.

Por último, me gustaría destacar una idea que Luis Alberto Ruano me aportó en la entrevista. Cuando en un país hay liquidez, las personas invierten más, pero cuando suben los tipos de interés y se reduce la cantidad de dinero en circulación, estas inversiones se ven reducidas. Esto se ha podido comprobar en el análisis de la evolución del Capital Riesgo llevado a cabo en este trabajo. Así, cuando la economía del país se encontraba en crecimiento y tanto las personas como las empresas disponían de liquidez, las inversiones privadas se encontraban en crecimiento. Se observa que, en los años difíciles económicamente, había menos liquidez, viéndose reducidas las inversiones privadas e incrementándose las públicas a base de endeudamiento. Para poder llevar a cabo la captación de fondos es necesario que las personas dispongan de liquidez y estén dispuestas a prestar su dinero.

Es por esta razón por la que considero complicado hacer una predicción para años futuros. Es posible que en 2 ó 3 años, en España, vuelva a verse reducida



la cantidad de dinero en circulación, por diferentes motivos como, por ejemplo, un incremento de los tipos de interés del Banco Central Europeo, por lo que las inversiones de Capital Riesgo se verán reducidas otra vez. Como indica Palazuelos (2006), la economía de un país es un ciclo, que se compone de fases de expansión y recesión. Para que exista una fase de expansión, antes ha debido existir una recesión y viceversa. De este modo, si actualmente nos encontramos en un periodo de expansión, dentro de unos años España pasará por una etapa de recesión, la cual volverá a afectar, tanto al sector del Capital Riesgo como a otros sectores, viéndose de este modo perjudicados sus indicadores.

## 6. BIBLIOGRAFIA

Alemany, L. (2004): "Impacto de las inversiones de capital riesgo en España: un análisis empírico regional". *Tesis doctoral, Departamento de Economía y Contabilidad, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid.*

Alemany, L. y Martí, J. (2007): "Productivity growth in Spanish venture backed firms". En Gregoriou, G.; Kooli, M. y Kraeuss, R. *Venture Capital in Europe*, Ed. Elsevier Finance, London.

Álvarez, J.; Invers, J.; Palacín, G. y Puigdemonges, J. (2006): "El capital riesgo: Análisis de su industria". *Universitat Pompeu Fabra*

Balboa, M. (2007). Factores que determinan la reputación de los operadores de capital riesgo en España. *Revista Española de Capital Riesgo* 1, 55-64.

Balboa, M. y Martí, J. (2007): "Factors that determine the reputation of private equity in developing markets". *Journal of business venturing*, vol. 22, p. 453-480.

Barthel, D. (2009): "El Capital Riesgo como fuente de financiación para las empresas". *ASCRI*.

Baygan, G. y Freudenberg, M. (2000): "The Internationalisation of Venture Capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy". OECD, STI Working papers 2000/7.

Benedicto, M. S. (2008): "Capital riesgo y financiación de Pymes". *EOI Esc. Organiz. Industrial*.

Böhner, I. (2007): "Network, network position and the deal flow of Venture Capital firms". Von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Rheinisch Westfälischen Technischen Hochschule Aachen zur Erlangung des akademischen Grades eines Doktors der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften genehmigte Dissertation.

Cantalapiedra, M. (2016): "Diferencias entre "venture capital" y "private equity". *Edita Gestores de Riesgo y Morosidad*. <<http://www.gestoresderiesgo.com/colaboradores/diferencias-entre-venture-capital-y-private-equity>> [Consulta: 21 de marzo de 2019]

Cobanera, A. (2007): "El capital riesgo como apoyo al emprendedor". *Revista Española de Capital Riesgo*, vol. 3, pp. 57-71.

Colomer, A. (2009): "Los Business Angels en España: una nueva vía de financiación para la PYME". *1ª Semana Europea de las PYME*, 6 al 14 de mayo, Madrid.

Da Rin, M.; Hellmann, T.F. y Puri, M. (2011): "A survey of venture capital research". *National Bureau of Economic Research*.

Davila, D.; Foster, G. y Gupta, M. (2003): "Venture capital financing and the growth of start-up firms"; *Journal of Business Venturing* 18 (6), pp. 689–708.

Ferrer, F. G. (2007): "Fases del desarrollo de un proyecto de Private Equity". *Estrategia financiera*, (244), 59-63.

Gorman, M. y Sahlman, W.A. (1989): "What do Venture Capitalists do?". *Journal of Business Venturing* 4 (4), 231-247.

Guilanyà, A.; Mazaira, D.A. (2005): Un repaso a la historia del Capital Riesgo y una mirada hacia su futuro a partir de su funcionamiento y agentes protagonistas. *Los retos de la financiación empresarial*, 221-232.

ISAKSSON, A., 2006. Studies on the venture capital process. Tesis Doctoral, Umeå School of Business, Umeå University.

King, B.L. (2011): "A multi-method study of venture capital firm strategy: resources, specialization and deliberate emergence". *Faculty of Management McGill University*.

Ley 22/2014, de 12 de noviembre. Consultado el 20 de marzo de 2019, página web: <http://www.tesoro.es/ley-222014-de-12-de-noviembre>

Martí Pellón, José (2001): "El capital inversión". *Ed.Cativas*.

Muñoz, A. (2019). *La inversión en capital riesgo se dispara en 2018 un 18% y ronda los 6.000 millones. El Economista*.

Palazuelos, E. (2006): "Fases del crecimiento económico de los países de la Unión Europea-15 en 1994-2003". *Estudios Económicos de Desarrollo Internacional*, 6(1).

Pellón, J.M.; Barthel, D.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2009): "Informe de actividad Capital & Private Equity en España". *Informe 2009 Survey. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*.

Pellón, J.M.; Barthel, D.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2010): “Informe de Capital Riesgo & Private Equity en España”. *Informe 2010 Survey. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.*

Pellón, J.M.; Barthel, D.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2011): “Informe de Capital Riesgo & Private Equity en España”. *Informe 2011 Survey. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.*

Pellón, J.M.; Barthel, D.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2012): “Informe de Capital Riesgo & Private Equity en España”. *Informe 2012 Survey. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.*

Pellón, J.M.; Barthel, D.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2013): “Informe de actividad Capital Privado en España”. *Informe 2013 Survey. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.*

Pellón, J.M.; Barthel, D.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2014): “Informe de actividad Capital Privado en España”. *Informe 2014 Survey Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.*

Pellón, J.M.; Barthel, D.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2015): “Informe de actividad Capital Privado en España”. *Informe 2015 Survey. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.*

Pellón, J.M.; Barthel, D.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2016): “Informe de actividad Capital Privado en España”. *Informe 2016 Survey. Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.*

Pellón, J.M.; Barthel, D.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2017): “Informe de actividad Venture Capital & Private Equity”. *Informe 2017 Survey. Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.*

Pellón, J.M.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2005): “Informe de actividad Capital & Private Equity en España”. *Informe 2005 Survey Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.*

Pellón, J.M.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2006): “Informe de actividad Capital & Private Equity en España”. *Informe 2006 Survey. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.*

Pellón, J.M.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2007): “Informe de actividad Capital & Private Equity en España”. *Informe 2007 Survey. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.*

Pellón, J.M.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2008): "Informe de actividad Capital & Private Equity en España". *Informe 2008 Survey. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*.

Pellón, J.M.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2018): "Informe de actividad Venture Capital & Private Equity en España". *Informe 2018 Survey. Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión*.

Pellón, J.M.; Salas de la Hera, M. y Alférez, A. (2019): "Informe de actividad Venture Capital & Private Equity en España". *Informe 2019 Survey. Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión*.

Peña, I. y Mañueco, P. (2018): "Evolución del capital riesgo en la economía española". *Cuadernos de Información económica*, (264), 37-43.

Ramón, M.C. (2011): "Análisis de la actuación del gestor de capital riesgo en la toma de decisiones de la participación financiera". Universidad Politécnica de Cartagena.

Rojo, A.; Gálvez, M.M. y Alonso, J. (2010): "La valoración por las Sociedades de Capital Riesgo en la práctica". *Revista Española de Capital Riesgo*, vol. 3, pp. 3-15.

ROURE, J. (2005): "El ciclo del capital riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor".

Ruano, L. A. (2017): "El capital riesgo en La Rioja e instrumentos de apoyo a los emprendedores y las empresas". *Revista española de capital riesgo*, (5), 203-221.

Ruano, L. A. (2018). " *Venture Capital*" y su valor añadido a los emprendedores: modelo de análisis (Doctoral dissertation, Universidad de La Rioja).

Watkins, A.J. (2013): "Collaborative Venture Capital Activity in the London Metropolitan Region: Entrepreneurial Capacity Building through Corporate Partnering?". A thesis submitted to the Department of Geography and Environment of the London School of Economics and Political Science for the degree of Doctor of Philosophy in Regional Planning, London.

Zozaya, N.; Rodríguez J. (2007): "Situación actual del capital riesgo en España y en el mundo". *Madrid: Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa*.